

Analisis Penilaian Kewajaran atas Transaksi Akuisisi

(Studi Kasus Pada PT. Bank Antar Daerah)

TESIS

**Untuk Memenuhi Persyaratan
Mencapai Gelar Magister**



Oleh :

**ANORA GAUS CIPUTRI
136020300111054**

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI
PASCASARJANA FAKULTAS EKONOMI & BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2017**

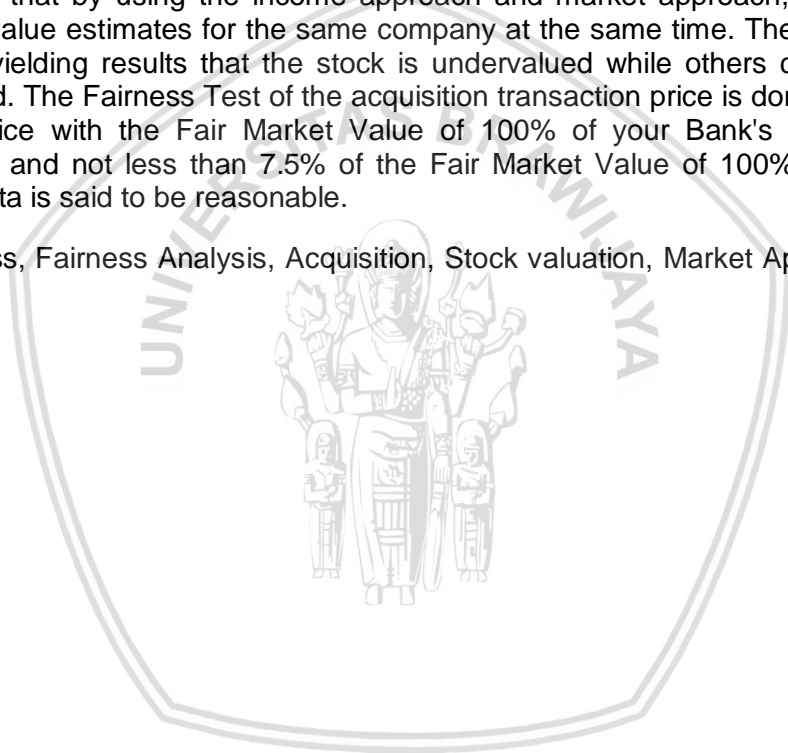
ABSTRACT

Anora Gaus Ciputri : the Graduate School of Economics and Bussines, Universitas Brawijaya.

Analysis of Fairness Opinion of Acquisition Transactions. Supervisor Chairman: Dr, Rosidi, SE., MM., Ak., Ak. Supervisor Committee: Dr. Aji Dedi Mulawarman, SP., MSA.

The purpose of this study is to analyze or test the fairness of acquisition transactions. The object of this research is PT Bank Windu Kentjana International Tbk ("Perseroan") transaction for the acquisition of PT. Bank Antar Daerah. The valuation method used is Market Approach and Income Approach. The primary data was collected based on Bank Anda's official website. The results reveal that by using the income approach and market approach, it will generally produce different value estimates for the same company at the same time. There may even be one approach to yielding results that the stock is undervalued while others conclude that its value is overvalued. The Fairness Test of the acquisition transaction price is done by comparing the transaction price with the Fair Market Value of 100% of your Bank's shares with the provision no more and not less than 7.5% of the Fair Market Value of 100% of your Bank's shares then the data is said to be reasonable.

Keywords : Process, Fairness Analysis, Acquisition, Stock valuation, Market Approach, Income Approach.



ABSTRAK

Anora Gaus Ciputri : Pasca Sarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
Analisis Penilaian Kewajaran atas Transaksi Akuisisi. Komisi Pembimbing. Ketua : Dr, Rosidi, SE., MM., Ak., Ak. Anggota : Dr. Aji Dedi Mulawarman, SP., MSA

Tujuan penelitian ini untuk menganalisis atau menguji kewajaran transaksi akuisisi. Obyek penelitian ini adalah transaksi PT Bank Windu Kentjana International Tbk ("Perseroan") atas akuisisi saham PT. Bank Antar Daerah. Metode penilaian yang digunakan adalah Pendekatan Pasar dan Pendekatan Pendapatan. Data yang digunakan pada penelitian ini bersumber dari website resmi Bank Anda. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa dengan menggunakan pendekatan pendapatan dan pendekatan pasar, umumnya akan menghasilkan perkiraan nilai yang berbeda untuk perusahaan yang sama pada waktu yang sama. Bahkan mungkin ada satu pendekatan untuk menghasilkan hasil bahwa saham tersebut undervalued sementara yang lain menyimpulkan bahwa nilainya dinilai terlalu tinggi. Oleh karena itu, perlu dilakukan rekonsiliasi nilai untuk mendapatkan nilai pasar wajar 100% saham Bank Anda. Uji Kewajaran harga transaksi akuisisi dilakukan dengan membandingkan harga transaksi dengan Nilai Pasar Wajar 100% saham Bank Anda dengan ketentuan tidak lebih dan tidak kurang dari 7,5% dari Nilai Pasar Wajar 100% saham Bank Anda maka data tersebut dikatakan wajar.

Kata Kunci : Proses, Analisis Kewajaran, Akuisisi, Penilaian saham, Pendekatan Pasar, Pendekatan Pendapatan.

KATA PENGANTAR

Dengan memanjatkan puji syukur kehadirat ALLAH SWT, atas limpahan rahmat dan karunianya, sehingga saya dapat menyusun dan menyelesaikan tesis dengan judul : **Analisis Penilaian Kewajaran atas Transaksi Akuisisi (Studi Kasus Pada PT. Bank Antar Daerah)**. Tesis ini untuk memenuhi salah satu syarat kelulusan dalam meraih derajat Megister Akuntansi pada Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.

Thesis ini tidak dapat terselesaikan dengan baik tanpa dukungan dan bimbingan dari berbagai pihak. Maka pada kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan teriima kasih yang sebesar – besarnya kepada:

1. Bapak Dr Roekhudin, SE., M.Si., Ak. selaku Ketua Program Magister Akuntansi di Universitas Brawijaya Malang;
2. Bapak Dr. Rosidi, SE., MM., Ak. selaku Dosen Pembimbing 1 di Universitas Brawijaya Malang;
3. Bapak Dr Aji Dedi Mulawarman, SP., MSA. selaku Dosen Pembimbing 2 di Universitas Brawijaya Malang;
4. Bapak Abdul Ghofar, M.Si., M.Acc., Ak., DBA. selaku Dosen Penguji 1 di Universitas Brawijaya Malang;
5. Bapak Prof. Iwan Triyuwono, Ph.D., Ak. selaku Dosen Penguji 2 di Universitas Brawijaya Malang;
6. Ucapan terima kasih secara khusus penulis sampaikan kepada suami tercinta Budi Erianda yang telah banyak mendukung, hingga selesainya tesis ini.
7. Sujud dan terima kasih yang dalam penulis persembahkan kepada Ibunda dan Ayahanda tercinta, Mama Mega Susanti dan Papa Usman, serta Mama Murniati dan Papa Erman atas dorongan yang kuat, kebijaksanaan dan do'a;
8. Sodara –sodara , Kak Aldo Gaus Ciputra, Ayuk Merza Putri Romadhonia, Kak Ferdian Erman, Kak Dani Triputra Erman, Kak Novryadi Erman,dan Kak Nina Tarita yang telah banyak memberikan semangat yang tidak henti-hentinya kepada penulis dalam menyelesaikan tesis ini;
9. Semua Pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Penulis menyadari akan segala keterbatasan baik dari segi waktu, pengetahuan, dan pengalaman terkait bidang yang diteliti, sehingga dalam penyusunan Tesis ini masih banyak terdapat kekurangan dan kesalahan di dalam penulisan dan penyusunannya. Penulis mengharapkan kritik dan saran guna kesempurnaan penelitian ini, semoga hasil penelitian tesis ini bermanfaat bagi ilmu pengetahuan, khususnya di bidang penilaian di Indonesia.

Malang, 10 Mei 2017

Penulis

LEMBAR IDENTITAS KOMISI PEMBIMBING DAN PENGUJI

Judul : ANALISIS PENILAIAN KEWAJARAN ATAS
TRANSAKSI AKUISISI
Nama Mahasiswa : ANORA GAUS CIPUTRI
Program Studi : AKUNTANSI

KOMISI PEMBIMBING

Pembimbing 1 : Dr. Rosidi, SE., MM., Ak
Pembimbing 2 : Dr. Aji Dedi Mulawarman, SP., MSA

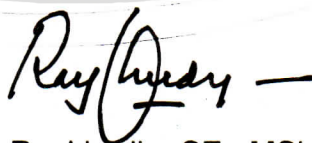
TIM PENGUJI

Dosen Penguji 1 : Abdul Ghofar, M.Si., M.Acc., Ak., DBA
Dosen Penguji 2 : Prof. Iwan Triyuwono, SE., MEc., Ak., Ph.D

Tanggal Ujian : 10 Mei 2017

a.n Dekan

Ketua Program Studi Magister Akuntansi



Dr. Roekhudin, SE., MSi., Ak
NIP. 19600124 198601 2 001



PERNYATAAN ORISINALITAS TESIS

Saya menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa sepanjang pengetahuan saya, di dalam naskah TESIS dengan judul:

"ANALISIS PENILAIAN KEWAJARAN ATAS TRANSAKSI AKUISISI"

Tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu Perguruan Tinggi, dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila ternyata di dalam naskah TESIS ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur PLAGIASI, saya bersedia TESIS ini digugurkan dan gelar akademik yang telah saya peroleh (MAGISTER) dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku. (UU NO. 20 Tahun 2003, Pasal 25 ayat 2 dan pasal 70)

Malang, 10 Mei 2017

Mahasiswa,



Nama : ANORA GAUS CIPUTRI
NIM : 136020300111054
PS : MAGISTER AKUNTANSI
PPS FEB UB

RIWAYAT HIDUP

Berisi:

Anora Gaus Ciputri, Malang, lahir di Malang pada tanggal 21 Juni 1990, anak kedua dari ayah Drs, Usman, MBA dan Ibu Dra. MM. Mega Susanti, Menyelesaikan pendidikan sekolah dasar di SDN Lowokwaru II Malang pada tahun 2002, kemudian lulus dari SLTP Negeri 18 Malang pada tahun 2005, dan melanjutkan sekolah menengah atas di SMA “Islam” Malang. Penulis melanjutkan studi Diploma III jurusan Akuntansi di Politeknik Negeri Malang, lulus tahun 2011 lalu melanjutkan strata satu (S1) jurusan Akuntansi di Politeknik Negeri Malang, lulus tahun 2013 Kemudian penulis melanjutkan studi pada Program Magister Akuntansi di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang, dengan mengambil konsentrasi Akuntansi Jasa Penilai dan lulus pada tahun 2017.



Malang, 10 Mei 2017

Penulis

T E S I S


ANALISIS PENILAIAN KEWAJARAN ATAS TRANSAKSI AKUISISI

Oleh :

ANORA GAUS CIPUTRI
136020300111054

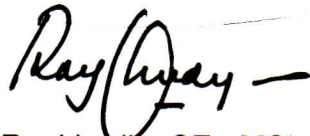
Dipertahankan didepan penguji
pada tanggal : **10 Mei 2017**
dan dinyatakan memenuhi syarat

Komisi Pembimbing,


Dr. Rosidi, SE., MM., Ak
Ketua


Dr. Aji Dedi Mulawarman, SP., MSA
Anggota

Mengetahui,
a/n. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Brawijaya
Ketua Program Magister Akuntansi


Dr. Roekhudin, SE., MSi., Ak
NIP. 19600124 198601 2 001

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	I
HALAMAN JUDUL.....	II
LEMBAR PENGESAHAN	III
LEMBAR IDENTITAS KOMISI PEMBIMBING DAN PENGUJI	IV
PERNYATAAN ORISINALITAS	V
RIWAYAT HIDUP	VI
KATA PENGANTAR	VII
ABSTRAK.....	VIII
ABSTRACT	IX
DAFTAR ISI.....	X
DAFTAR TABEL	XII
DAFTAR GAMBAR.....	XIII
DAFTAR PUSTAKA.....	XIV
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 LATAR BELAKANG.....	1
1.2 RUMUSAN MASALAH.....	6
1.3 TUJUAN PENELITIAN	6
1.4 MANFAAT PENELITIAN	6
1.4.1 Kontribusi Teoritis	7
1.4.2 Kontribusi Praktis.....	7
BAB II TINJAUAN TEORI.....	8
2.1 LANDASAN TEORI	8
2.1.1 Pengertian Akuisisi	8
2.1.2 Jenis-Jenis Akuisisi.....	9
2.1.3 Alasan Akuisisi.....	10
2.2 PENDAPAT KEWAJARAN.....	12
2.2.1 Pengertian Pendapat Kewajaran	12
2.2.2 Peran Pendapat Kewajaran	13
2.3 PENDEKATAN PENILAIAN DALAM PENILAIAN BISNIS	15
2.4 PENDEKATAN PENDAPATAN (<i>INCOME APPROACH</i>).....	16
2.4.1 Konsep Dasar Pendekatan Pendapatan.....	16
2.4.2 Metode Pendekatan Pendapatan (<i>Discounted Cash Flow Valuation</i>)	17
2.5 PENDEKATAN PASAR (<i>MARKET APPROACH</i>)	24
2.5.1 Konsep Dasar Pendekatan Pasar.....	24
2.5.2 Metode Pendekatan Pasar (<i>Guideline Companies Method</i>).....	25
BAB III METODE PENELITIAN	28
3.1 OBYEK PENELITIANF	28
3.2 SUMBER DATA DAN TEKNIK PENGUMPULAN DATA.....	28

3.2.1	Sumber Data	28
3.2.2	Teknik Pengumpulan Data	29
3.2.3	Metode Analisis Data	29
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN		32
4.1	PENDEKATAN DAN METODE PENILAIAN	32
4.1.1	Pendekatan Pendapatan	33
4.1.1.1	Gambaran Umum Industri	33
4.1.1.2	Kompetisi dan Pangsa Pasar	38
4.1.1.3	Prespek Industri	39
4.1.1.4	Riwayat Singkat	40
4.1.1.5	Struktur Permodalan dan Susunan Pemegang Saham	41
4.1.1.6	Susunan Dewan Komisaris dan Direksi	41
4.1.1.7	Ikhtisar Data Keuangan Penting Bank Anda	42
4.1.1.8	Prospek Keuangan Bank Anda	51
4.1.1.9	Metode Diskonto Arus Kas Bersih	54
4.1.2	Pendekatan Pasar	59
4.2	REKONSILIASI NILAI PASAR WAJAR 100% SAHAM BANK ANDA	63
4.3	ANALISIS KEWAJARAN TRANSAKSI	68
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN		71
5.1	KESIMPULAN	71
5.2	KETERBATASAN	73
5.3	SARAN	73



DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Beberapa variabel yang sering digunakan sebagai multiples	26
Tabel 4.1	Perkembangan <i>Loan to Deposit Ratio</i> Berdasarkan BUKU	34
Tabel 4.2	Perkembangan CAR Berdasarkan BUKU.....	35
Tabel 4.3	Pertumbuhan Kredit per BUKU	39
Tabel 4.4	Struktur Permodalan dan Susunan Pemegang Saham Bank Anda.....	41
Tabel 4.5	Laporan Posisi Keuangan Bank Anda	43
Tabel 4.6	Laporan Laba Rugi dan Penghasilan Komprehensif Lain Bank Anda	45
Tabel 4.7	Laporan Perubahan Arus Kas Bank Anda	47
Tabel 4.8	Rasio Keuangan Bank Anda	49
Tabel 4.9	Asumsi Proyeksi Keuangan Bank Anda	52
Tabel 4.10	Estimasi Beta dan Perhitungan <i>Cost of Equity</i>	57
Tabel 4.11	Indikasi Nilai Saham Bank Anda –Metode DCF	59
Tabel 4.12	Perusahaan Pembanding	62
Tabel 4.13	Indikasi Nilai Saham P/E Multiple Bank Anda- GCM.....	62
Tabel 4.14	Indikasi Nilai Saham P/BV Multiple Bank Anda -GCM	62
Tabel 4.15	Indikasi Nilai Saham-GCM	63
Tabel 4.16	Rekonsiliasi Nilai 100% Saham Bank Anda	68
Tabel 4.17	Analisis Kewajaran Transaksi	68

Daftar Gambar

Gambar 3.1 Proses Valuasi Saham Bank Anda	31
Gambar 4.1 Perkembangan CAR Berdasarkan BUKU	36
Gambar 4.2 Perkembangan Rasio BOPO Berdasarkan BUKU	37
Gambar 4.3 Jumlah Bank Berdasarkan BUKU di Indonesia	38



BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pertumbuhan ekonomi global masih mengalami tekanan perlemahan sepanjang tahun 2015. Faktor yang menyebabkan penurunan pertumbuhan ekonomi global adalah perlemahan yang terjadi di dua perekonomian utama dunia, yaitu Amerika Serikat dan Tiongkok. Pertumbuhan ekonomi di negara maju terutama Amerika Serikat mengalami perlambatan dikarenakan turunnya tingkat ekspor dan konsumsi. Sedangkan negara berkembang tumbuh relatif stabil dan tidak lagi mengalami perlambatan ekonomi. Ekonomi di beberapa negara berkembang seperti India dan beberapa negara ASEAN mencatatkan perlambatan pada kuartal akhir 2015. Kinerja ekonomi global yang melemah di tahun 2015 dimana hanya tumbuh 3,1% dibandingkan 3,4% pada tahun 2014.

Indonesia merupakan salah satu negara dengan ekonomi terbesar di dunia dan bergabung dengan 20 kelompok ekonomi Utama atau G-20. Pertumbuhan ekonomi Indonesia masih mengalami peningkatan terutama didorong oleh peran pemerintah, baik dalam bentuk konsumsi pemerintah maupun investasi infrastruktur bangunan dan non bangunan. Di sisi lain, peran sektor swasta masih terbatas, yang tercemin dari pertumbuhan investasi non-bangunan yang belum kuat. Selain itu investor masih menunggu kondisi perekonomian yang belum pasti.

Dari sisi eksternal, ekspor barang dan jasa masih menurun sebagai efek ekonomi global yang masih berjalan lambat dan harga komoditas yang terus turun. Perlemahan tersebut terkait dengan perlambatan volume perdagangan dunia, terutama negara-negara berkembang, serta harga komoditas lebih rendah

sejalan dengan penurunan harga minyak dunia. Selain itu pelemahan impor barang dan jasa kembali meningkat sebagai respon terhadap penurunan kinerja ekspor dan konsumsi yang terbatas.

Untuk mempercepat pertumbuhan ekonomi nasional, peran pasar modal dalam pengumpulan dana dalam bentuk investasi semakin penting. Investasi pada dasarnya dapat dibedakan menjadi dua yaitu investasi pada sektor riil dan investasi pada sektor finansial. Investasi pada sektor riil seperti pada infrastruktur jalan, jembatan dan lainnya untuk mendukung perekonomian. Sedangkan investasi pada sektor finansial seperti investasi pada obligasi, saham dan produk derivatif lainnya.

Analisis investasi saham pada dasarnya memiliki dua pendekatan yaitu analisis teknikal dan analisis fundamental (Fabozzi : 1999). Analisis teknikal merupakan suatu metode pengevaluasian saham, komoditas ataupun sekuritas lainnya dengan menganalisis statistik yang dihasilkan oleh aktifitas pasar di masa lampau guna memprediksikan pergerakan harga di masa mendatang.(Ong : 2008). Sedangkan analisis fundamental didasarkan pada dua model dasar penilaian sekuritas yaitu *earning multiplier* dan *asset values* (Pasaribu : 2008). Oleh karena itu, sangat penting untuk investor memprediksi arah pergerakan harga saham dan nilai interistik dari ekuitas tersebut.

Harga saham bergerak berdasarkan faktor internal dan eksternal. Faktor internal perusahaan seperti akuisisi, pembagian deviden dan publikasi laporan keuangan dapat mengerakan harga saham. Sedangkan faktor eksternal seperti tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi dan perubahan kurs mata uang dapat menyebabkan pergerakan harga saham.

Dalam hal ini diutarakan juga oleh Porman (2008), bahwa pasar modal bukan lagi dianggap sebagai investasi, melainkan lahan spekulasi bisnis yang bisa sangat menguntungkan dan juga bisa sangat merugikan investor. Menurut Halim (2005:20) hal tersebut menyebabkan nilai intrinsik perusahaan menjadi ukuran yang sangat penting bagi investor untuk mengambil keputusan dalam membeli saham suatu perusahaan. Untuk itulah perlu melakukan valuasi saham sebelum mengambil keputusan investasi. Hasil dari valuasi saham nantinya akan menjadi informasi yang sangat berharga bagi investor yang tidak menyukai resiko (*risk averter*) sebelum mengambil keputusan investasi.

Penilaian saham dapat dibedakan menjadi dua yaitu valuasi perusahaan non finansial dan perusahaan finansial. Perbedaan tersebut dapat didasarkan pada arus kas yang digunakan. Perusahaan non finansial dapat memisahkan arus kas operasional dan pendanaan, sedangkan perusahaan finansial arus kas pendanaan merupakan bahan baku untuk operasional perusahaan. Dalam perusahaan finansial, banyak peraturan yang harus dipenuhi (*"mandatory minimum capital requirements"*).

Penelitian tentang penentuan nilai perusahaan yang kemudian menjadi nilai pasar saham telah banyak dilakukan. Beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penilaian atau penilaian saham perusahaan, adalah sebagai berikut: Tauriesanto (2007) melakukan penelitian guna menentukan saham PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk apakah undervalued atau overvalued sehubungan dengan rencana divestasi saham Bank BNI pada tahun 2007 oleh pemerintah guna mengatasi defisit APBN. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data historis laporan keuangan Bank BNI mulai tahun 2002 sampai dengan tahun 2006, adapun hasil yang diperoleh adalah bahwa harga saham BNI yang saat itu diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia apabila

dibandingkan dengan estimasi nilai intrinsiknya mengalami undervalued. Hasil estimasi nilai intrinsik dengan menggunakan metode *discounted cash flow* dan *relative valuation* adalah antara Rp3.139,4 sampai dengan Rp3.441.

Simorangkir dan Simorangkir (2010) melakukan valuasi untuk menentukan nilai intrinsik saham PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk dengan *Discounted Earnings Approach Method* dan *Price to Book Value Ratio*. Penelitian tersebut menggunakan pendekatan *Top Down Analysis* yaitu analisis makro ekonomi, analisis industri, analisis perusahaan dan analisis proyeksi untuk beberapa tahun ke depan untuk menentukan nilai intristik perusahaan. Hasil dari valuasi tersebut bersifat *undervalued*.

Atmaji (2011) meneliti saham PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk pada saat melakukan penawaran saham perdana kepada publik dengan harga Rp430 per lembar saham. Peneliti mengestimasi nilai intristik dengan metode *discounted cash flow* dan *relative valuation*. Hasil dari valuasi tersebut nilai intristik saham PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk berada dikisaran Rp525,00 – Rp824,60 per lembar saham sehingga bersifat *underpricing*.

Mardiana (2007) melakukan penilaian terhadap harga PT Bank DKI. Peneliti menggunakan metode *Two Stage Free Cash Flow to Equity* dan metode *Relative Valuation*. Proyeksi keuangan yang digunakan selama 5 tahun yaitu untuk periode 2007 – 2011. Hasil penilaian tersebut harga saham PT Bank DKI sebesar Rp912,00 per lembar saham.

Dalam rangka menyambut, Masyarakat Ekonomi ASEAN (“MEA”), Indonesia harus bersiap dalam segala sektor ekonomi, tidak terkecuali di sektor keuangan terutama bank. Lemahnya daya saing perbankan Indonesia di Level

internasional membuat Bank Indonesia mewacanakan untuk melakukan konsolidasi perbankan nasional dengan dilakukan merger dan akuisisi. Merger dan Akuisisi diharapkan dapat menjadi solusi perbankan nasional untuk *go international*. Selain itu, tidak hanya merger yang diwacanakan oleh Bank Indonesia tetapi Pemerintah melalui Kementerian BUMN merencanakan untuk pembentukan *holding company*, salah satunya yang terjadi pada PT Bank Windu Kentjana International Tbk untuk mendukung konsolidasi perbankan nasional, melakukan akuisisi dengan PT Bank Antar Daerah.

PT Bank Windu Kentjana International Tbk selanjutnya disebut dengan "Perseroan" merupakan bank umum devisa yang merupakan hasil merger antara PT Bank Multicor Tbk dengan PT Bank Windu Kentjana pada 8 Januari 2008. Saham Perseroan telah dicatatkan di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2007. Perseroan telah menandatangani akta jual beli dengan pemegang saham Bank Anda dengan nilai akuisisi mencapai Rp517,913 miliar. Nilai buku Bank Anda per 30 Juni 2016 sebesar Rp232.478 miliar. Perseroan mengakuisisi Bank Anda dengan rasio *price to book value* sebesar 2,23x. sebagai perbandingan, berdasarkan *IDX Statistics* per kuartal I 2016, rata-rata *price to book value* perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI sebesar 1,35x.

Berdasarkan uraian di atas, nilai transaksi atas akuisisi saham Bank Anda oleh Perseroan yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan rata-rata *price to book value* perbankan yang terdaftar di BEI. Peneliti bermaksud melakukan estimasi kembali terhadap nilai pasar saham Bank Anda dengan menggunakan pendekatan pendapatan dengan metode *Discounted Cash Flow* dan pendekatan pasar dengan metode *Guideline Company Method*. Alasan peneliti mengambil transaksi ini mengingat bahwa Perseroan merupakan perusahaan terbuka di mana terdapat pihak minoritas yang harus di lindungi oleh OJK dan BEI.

Berdasarkan latar belakang tersebut di atas, maka peneliti perlu mengkaji:
“Analisis Penilaian Kewajaran atas Transaksi Akuisisi”.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang masalah yang telah dikemukakan sebelumnya. Peneliti merumuskan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah “Bagaimana menganalisis penilaian kewajaran atas transaksi akuisisi?.”

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah, maka yang menjadi tujuan dari penelitian ini adalah “Untuk menganalisis penilaian kewajaran atas transaksi diakuisisi”.

1.4. Manfaat Penelitian

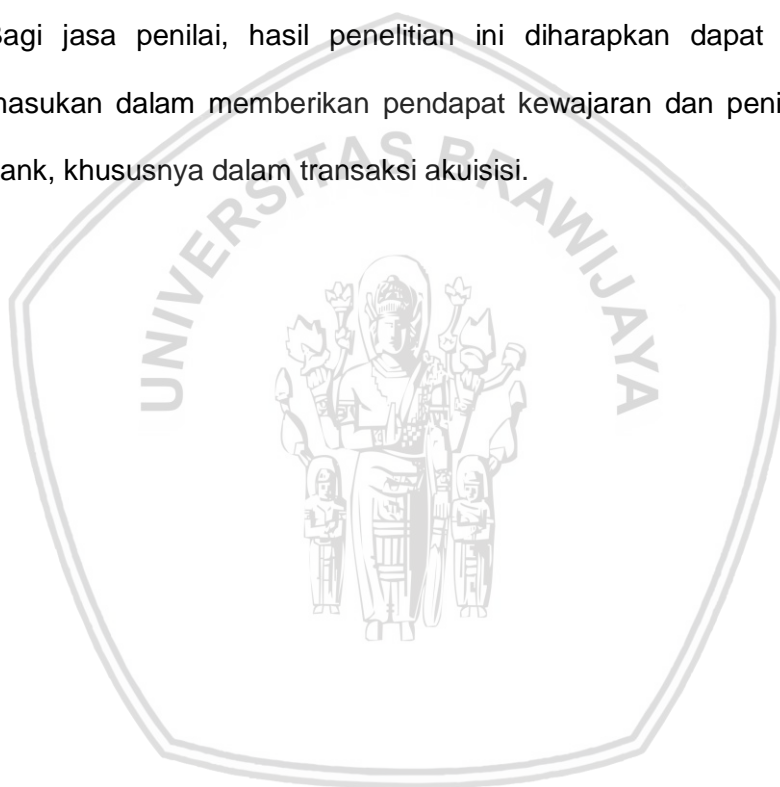
Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat akademis dan manfaat praktis sebagai berikut:

1.4.1. Kontribusi Teoritis

1. Memberikan bukti empiris mengenai metoda penilaian usaha khususnya pendekatan pasar yang mengaplikasikan metode *Guideline Company Method* (GCM) dan pendekatan pendapatan yang mengaplikasi metode *Discounted Cash Flow* (DCF).
2. Sebagai referensi bagi peneliti yang akan datang dengan kajian yang lebih mendalam tentang penilaian kewajaran atas transaksi akuisisi.

1.4.2. Kontribusi Praktis

1. Bagi manajemen perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan dalam melakukan penilaian harga saham transaksi akuisisi.
2. Bagi investor, hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan pertimbangan atau referensi bagi pengambilan keputusan investasi, khususnya untuk saham Perseroan.
3. Bagi jasa penilai, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan dalam memberikan pendapat kewajaran dan penilaian saham bank, khususnya dalam transaksi akuisisi.



BAB II

TINJAUAN TEORITIS

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pengertian Akuisisi

Akuisisi adalah strategi yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk melakukan ekspansi usaha tanpa memulai dari awal. Akuisisi dilakukan melalui pembelian seluruh atau sebagian dari kepemilikan suatu perusahaan. Peraturan Pemerintah Republik Indonesia No. 27 tahun 1998 tentang penggabungan, peleburan, dan pengambilalihan Perseroan Terbatas mendefinisikan akuisisi sebagai perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau perseorangan untuk mengambil alih baik seluruh atau sebagian besar saham perseroan yang dapat mengakibatkan beralihnya pengendalian terhadap perseroan tersebut.

Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No.22 menyatakan bahwa akuisisi adalah bentuk pengambilalihan kepemilikan perusahaan oleh pihak pengakuisisi (*acquirer*), sehingga akan mengakibatkan berpindahnya kendali atas perusahaan yang diambil alih (*acquire*) tersebut. Kendali perusahaan yang dimaksud adalah kekuatan untuk:

- a. Mengatur kebijakan keuangan dan operasi perusahaan
- b. Mengangkat dan memberhentikan manajemen
- c. Mendapat hak suara mayoritas dalam rapat redaksi

Perusahaan yang terlibat dalam akuisisi secara yuridis masih tetap berdiri dan beroperasi secara independen, tetapi telah terjadi pengalihan kendali oleh pihak pengakuisisi. Pengakuisisi yang memiliki mayoritas saham berhak

mengeluarkan suara (*voting stock*) yang biasanya ditunjukan atas kepemilikan lebih dari 50 persen saham berhak suara tersebut. Saham kurang dari jumlah itu, pengakuisisi juga dapat dinyatakan sebagai pemilik suara mayoritas, jika anggaran dasar perusahaan yang diakuisisi menyebutkan hal yang demikian. Namun dapat juga pemilik dari 51 persen saham belum dinyatakan sebagai pemilik suara mayoritas, jika dalam anggaran dasar perusahaan menyebutkan lain.

Dari berbagai sumber diatas dapat disimpulkan bahwa akuisisi adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh badan hukum atau perseorangan dalam bentuk pengambilalihan baik seluruh atau sebagian kepemilikan saham perusahaan, sehingga mengakibatkan berpindahnya kendali perusahaan tersebut.

2.1.2 Jenis - Jenis Akuisisi

Menurut Rekso Hadiprojo dalam buku karangan Wiharti (1999), proses akuisisi bisa dibedakan menjadi tiga jenis dilihat dari jenisnya. Pertama, akuisisi horizontal, merupakan proses pengambil alihan kekuasaan suatu organisasi oleh perusahaan dengan jenis bisnis yang sama. Misalkan sebuah perusahaan pertambangan mengakuisisi perusahaan tambang lainnya. Kedua, akuisisi vertikal, merupakan suatu proses pengambilalihan sebagian besar saham perusahaan pemasok atau mengambil alih pelanggan dari badan usaha yang dibeli. Jadi yang diakuisisi adalah pasar dari perusahaan tersebut. Ketiga, akuisisi konglomerat, artinya merupakan proses pengambilalihan sebagian besar saham atau aset atau kepemilikan suatu badan usaha yang tidak memiliki jenis usaha yang sama. Misalkan sebuah perusahaan tambang, mengakuisisi perusahaan makanan instan. Itulah [pengertian akuisisi](#) jika dilihat dari jenisnya,

sebenarnya ada lagi pengertian yang lainnya dilihat dari segi objek yang diakuisisi. Namun pada intinya akuisisi merupakan proses pengambil alihan kekuasaan, atau kepemilikan sebuah perusahaan berbadan hukum, oleh badan hukum lainnya baik dengan jenis usaha yang sama maupun jenis usaha yang berbeda.

Telah disinggung diatas bahwa pengertian dari akuisisi bisa dibedakan dari segi jenisnya dan segi objeknya, jika dilihat dari segi objeknya akuisisi ini bisa dibedakan menjadi dua yaitu akuisisi aset dan akuisisi saham. Pertama, akuisisi saham: akuisisi jenis ini merupakan jenis akuisisi yang hampir dijumpai dalam pengambil alihan sebuah perusahaan. Akuisisi digambarkan sebagai proses jual beli sebuah perusahaan ke perusahaan lainnya, perusahaan dengan kepemilikan saham terbesar otomatis menjadi pemilik perusahaan tersebut. Kedua, akuisisi aset : hal ini berkaitan dengan jika suatu perusahaan lain ingin membeli atau mengambil alih sebagian atau seluruh aktiva atau aset dalam perusahaan tersebut. Jika membeli sebagian asset berarti dinamakan akuisisi parsial.

2.1.3 Alasan-alasan Akuisisi

Ada beberapa alasan perusahaan melakukan akuisisi, yaitu :

1. Pertumbuhan atau diversifikasi

Perusahaan yang menginginkan pertumbuhan yang cepat, baik ukuran, pasar saham, maupun diversifikasi usaha dapat melakukan merger maupun akuisisi. Perusahaan tidak memiliki resiko adanya produk baru. Selain itu, jika melakukan ekspansi dengan merger dan akuisisi, maka perusahaan dapat mengurangi perusahaan pesaing atau mengurangi persaingan.

2. Sinergi

Sinergi dapat tercapai ketika merger menghasilkan tingkat skala ekonomi (*economies of scale*). Tingkat skala ekonomi terjadi karena perpaduan biaya overhead meningkatkan pendapatan yang lebih besar daripada jumlah pendapatan perusahaan ketika tidak merger. Sinergi tampak jelas ketika perusahaan yang melakukan merger berada dalam bisnis yang sama karena fungsi dan tenaga kerja yang berlebihan dapat dihilangkan.

3. Meningkatkan dana

Banyak perusahaan tidak dapat memperoleh dana untuk melakukan ekspansi internal, tetapi dapat memperoleh dana untuk melakukan ekspansi eksternal. Perusahaan tersebut menggabungkan diri dengan perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi sehingga menyebabkan peningkatan daya pinjam perusahaan dan penurunan kewajiban keuangan. Hal ini memungkinkan meningkatnya dana dengan biaya rendah.

4. Menambah ketrampilan manajemen atau teknologi

Beberapa perusahaan tidak dapat berkembang dengan baik karena tidak adanya efisiensi pada manajemennya atau kurangnya teknologi. Perusahaan yang tidak dapat mengefisienkan manajemennya dan tidak dapat membayar untuk mengembangkan teknologinya, dapat menggabungkan diri dengan perusahaan yang memiliki manajemen atau teknologi yang ahli.

5. Pertimbangan pajak

Perusahaan dapat membawa kerugian pajak sampai lebih 20 tahun ke depan atau sampai kerugian pajak dapat tertutupi. Perusahaan yang memiliki kerugian pajak dapat melakukan akuisisi dengan perusahaan yang menghasilkan laba untuk memanfaatkan kerugian pajak. Pada kasus ini perusahaan yang mengakuisisi akan menaikkan kombinasi pendapatan setelah pajak dengan mengurangi pendapatan sebelum pajak dari perusahaan yang diakuisisi.

Bagaimanapun merger tidak hanya dikarenakan keuntungan dari pajak, tetapi berdasarkan dari tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemilik.

6. Meningkatkan likuiditas pemilik

Merger antar perusahaan memungkinkan perusahaan memiliki likuiditas yang lebih besar. Jika perusahaan lebih besar, maka pasar saham akan lebih luas dan saham lebih mudah diperoleh sehingga lebih likuid dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil.

7. Melindungi diri dari pengambilalihan

Hal ini terjadi ketika sebuah perusahaan menjadi incaran pengambilalihan yang tidak bersahabat. Target firm mengakuisisi perusahaan lain, dan membiayai pengambilalihannya dengan hutang, karena beban hutang ini, kewajiban perusahaan menjadi terlalu tinggi untuk ditanggung oleh bidding firm yang berminat (Gitman, 2003).

2.2. Pendapat Kewajaran

2.2.1 Pengertian Pendapat Kewajaran

Pendapat kewajaran atau *fairness opinion* adalah pendapat yang diberikan seorang penasihat keuangan independen yang berkaitan dengan kewajaran atas transaksi korporasi yang terjadi pada *corporate control* tersebut, umumnya untuk transaksi yang memiliki kendali (*control transactions*) atau transaksi dengan afiliasi (Ruky, 2010).

Secara formal definisi yang sering digunakan mengenai pendapat kewajaran adalah "sebuah surat, yang disiapkan dan disampaikan seseorang penasihat keuangan (*financial advisor* atau *investment banker*) atau seorang penilai usaha (*business valuator*), yang memberikan pendapat bahwa suatu transaksi korporasi, atau pertimbangan untuk melakukan transaksi atau syarat-syarat suatu transaksi, dari sudut pandang keuangan, adalah wajar (atau tidak

wajar) bagi kepentingan pemegang saham”. Jay Cooke (1996), anggota *the Corporate Board* di AS memberikan definisi singkat: *“is a letter in which the preparer, an independent investment banking firm, gives an opinion on whether a proposed transaction is fair to the shareholders.”*

Pendapat kewajaran bukan evaluasi atas berbagai pertimbangan yang mendasari transaksi. Pendapat kewajaran juga tidak memberikan pendapat untuk melakukan transaksi atau memberikan rekomendasi kepada pemegang saham atau yang mewakilinya untuk menyetujui transaksi yang direncanakan. Seperti yang dinyatakan Chris Ruggeri (2008), pendapat kewajaran bukan penentuan tentang harga terbaik dari transaksi, atau merupakan validasi bahwa transaksi tertentu telah memperoleh kesepakatan atau persyaratan terbaik, tetapi hanya menyatakan transaksi adalah wajar dari sudut pandang keuangan bagu pemegang saham.

2.2.2 Peran Pendapat Kewajaran

Pendapat kewajaran akan sangat berguna bila merupakan produk dari hasil riset dan kajian yang dilakukan oleh ahli keuangan perusahaan independen, tujuannya adalah menyediakan standar objektif dengan mana pimpinan, pemegang saham dan pihak yang memiliki kepentingan dapat mengukur kesempatan yang dihadapi perusahaan (Clements, et al. 2005). Dan berikut adalah peran pendapat kewajaran:

1. Mengurangi risiko pimpinan perusahaan (*mitigating Fiduciary*)

Pendapatan kewajaran dapat menjadi bukti bahwa pemimpin perseroan telah melakukan keputusan dengan itikad baik dan kehati-hatian untuk kepentingan dan sesuai dengan maksud dan tujuan perseroan, seperti yang disyaratkan oleh pasal 97 ayat 5 UUPT. Dan pendapat kewajaran dapat menjadi perlindungan

bagi mereka dari kemungkinan tuntutan atas kerugian yang diderita perseroan akibat keputusan yang diambil.

Tetapi kata Haubert (2005) dalam suatu diskusi yang diselenggarakan oleh NACD (*National Association of Corporate Director*), walaupun pendapat kewajaran menawarkan tingkat perlindungan hukum yang signifikan bagi pimpinan perusahaan, pemimpin tidak boleh menganggap bawa perlindungan itu sudah lengkap.

2. Informasi Obyektif untuk Pengambilan Keputusan (*aiding fiduciary in decision making*)

Dokumen yang menyertakan surat pendapat kewajaran yang dilakukan oleh penilai bisnis independen yang kompeten didasarkan pada uji tuntas (*due diligence*) terhadap kepentingan bisnis yang menjadi objek transaksi, kajian atas industry serta informasi ekonomi keuangan lain yang terkait dengan transaksi, akan menjadi informasi yang cukup memadai bagi pimpinan perusahaan untuk mengambil keputusan atas transaksi yang direncanakan.

3. Perangkat untuk mempermudah perolehan persetujuan pemegang saham (*enhancing communication*)

Dalam pengelolaan perusahaan terdapat kondisi asimetri informasi antara pimpinan perusahaan dengan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan, sehingga perlu adanya upaya khusus dari pimpinan perusahaan agar pemegang saham dapat menyetujui transaksi korporasi yang akan dilakukan. Salah satu yang dapat dilakukan adalah menyediakan pendapat kewajaran transaksi dari pihak independen.

2.3. Pendekatan Penilaian dalam Penilaian Bisnis

Penilaian Bisnis menggunakan tiga pendekatan penilaian, dimana Penilai biasanya merekomendasikan indikasi nilai yang didapatkan dari 2 (dua) atau lebih pendekatan dan metode yang digunakan.

- Pendekatan Pasar dilakukan dengan membandingkan badan usaha yang dinilai dengan badan usaha lainnya, hak kepemilikan perusahaan atau saham yang sejenis yang dijual di pasar terbuka. Perusahaan yang dibandingkan seharusnya berasal dari industri yang sama atau sejenis dan bereaksi sama terhadap perubahan berbagai variable ekonomi. Sumber data yang umum didapatkan termasuk pasar akuisisi di mana seluruh perusahaan diperjual belikan, transaksi terdahulu atas kepemilikan perusahaan dan pasar saham public di mana hak kepemilikan dari badan usaha sejenis diperdagangkan.
- Pendekatan Pendapatan dilakukan dengan memperhitungkan nilai kini dari pendapatan atau keuntungan yang diantisipasi di masa depan, yang meliputi tingkat pertumbuhan dan waktu yang diharapkan, resiko yang terkait dan nilai uang terhadap waktu (*time value of money*). Pendapatan dikonversi menjadi indikasi nilai melalui metode kapitalisasi langsung dari tingkat pendapatan yang dianggap mewakili, atau analisis DCF, atau metode dividen, di masa depan dan dikonversikan menjadi nilai kini melalui penerapan tingkat diskonto.
- Pendekatan Berbasis Aset dilakukan dengan menyesuaikan laporan posisi keuangan perusahaan yang melaporkan seluruh aset baik berwujud maupun tak berwujud dan seluruh liabilitas pada Nilai Pasarnya, atau nilai yang dicatatkan (*carrying amount*) yang dianggap wajar. Jika pendekatan berbasis aset digunakan untuk menilai badan usaha operasional yang dinilai berdasarkan asumsi bisnis yang berjalan (*going concern*), maka estimasi

nilai yang diberikan seharusnya juga mempertimbangkan perkiraan nilai dari pendekatan lainnya. (SPI 2015, KPUP; 4.8, 14)

2.4. Pendekatan Pendapatan (*Income Approach*)

2.4.1. Konsep Dasar Pendekatan Pendapatan

Penilaian bisnis atau usaha atau (secara spesifik) saham yang didasarkan pada pendapatan merupakan inti dari teori penilaian (*theory of valuation*). Penilaian yang didasarkan pada pendekatan pendapatan berlandaskan pada teori-teori ekonomi dan keuangan yang juga merupakan landasan dan orientasi dari pemilikan dan pengelolaan suatu bisnis. Seorang investor membeli suatu aset perusahaan atau suatu *interest* dalam perusahaan tentu bukan karena ia sekedar ingin memiliki perusahaan atau saham tetapi karena mengharapkan suatu pemasukan pendapatan (*a stream of economic income*) yang dihasilkan oleh aset tersebut. Pendekatan pendapatan memfokuskan penilaian pada usaha untuk mengkuantifikasi kemampuan perusahaan atau penyertaan dalam menghasilkan balikan (*return*) atau pendapatan kepada pemilik. Dengan demikian besarnya nilai dari suatu perusahaan atau penyertaan tersebut bergantung pada jumlah pendapatan yang diperkirakan akan dihasilkan oleh perusahaan atau penyertaan tersebut. Konsep dasar pendekatan pendapatan adalah memproyeksikan pendapatan mendatang yang terkait dengan subyek perusahaan atau investasi yang dinilai dan mendiskontokan arus pendapatan yang diproyeksikan tersebut menjadi nilai kini, pada tingkat diskonto tertentu yang merefleksikan waktu dan risiko yang melekat dengan arus pendapatan tersebut. Pendekatan ini berarti bahwa nilai dari subyek investasi (*the subject of*

business interest) adalah nilai kini dari pendapatan yang dihasilkan investasi tersebut di masa mendatang (Ruky, 1999).

2.4.2. Metode Pendekatan Pendapatan (Discounted Cash Flow Valuation)

I. Konsep dan Kerangka Kerja DCF Valuation

Walaupun kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan (*earning power*) juga dapat dikaji dari kinerja atau kemampuannya di masa lalu, namun yang penting bagi seorang pembeli perusahaan atau ekuitas adalah kemampuan dalam menghasilkan pendapatan di masa datang. *The real value of any going business is its future earning power*, menurut Thomas J. Martin dan Mark R. Gustafson. Untuk tujuan penilaian, pendapatan mendatang dapat didefinisikan dengan berbagai cara yang berbeda, namun yang paling umum adalah pendapatan yang didefinisikan sebagai arus kas bersih (AKB) yang tersedia baik untuk kapital (perusahaan) maupun ekuitas. Menurut metode DCF valuation, untuk memperoleh arus kas bersih tersebut, operasi perusahaan diproyeksikan ke depan sesuai dengan skenario pengembang perusahaan. Kemudian berbagai unsur AKB seperti laba, bunga, beban non-kas dan *capex*, dipilah dan diambil dari laporan keuangan (R/L, Neraca atau Arus Kas) yang berhasil diproyeksikan. Penjumlahan AKB mendatang (*future free cash flow*) yang dihasilkan perusahaan selama hidupnya akan menjadi indikasi nilai dari perusahaan tersebut atau dari total kapital yang ditanamka dalam perusahaan. Namun kita ketahui bahwa nilai Rp. 1 mendatang tidak sama dengan nilai Rp. 1 saat ini. Karena itu, nilai AKB mendatang tersebut harus didiskonto lebih dahulu menjadi nilai kini, baru dijumlahkan menjadi nilai perusahaan.

Sedangkan tingkat diskonto yang digunakan adalah biaya oportunitas kapital atau ekuitas yang digunakan untuk menghasilkan arus kas tersebut sebagaimana yang dikemukakan oleh Brealy and Myers, 1996; *value today*

always equals futur cash flow discounted at the opportunity cost of capital. Indikasi nilai perusahaan adalah total nilai kini (*present value*) dari pendapatan mendatang tersebut dengan asumsi *going concern*, yaitu perusahaan berjalan terus walaupun pemilik atau manajemen berganti. Untuk memperoleh nilai kini, pendapatan mendatang (*future income, cash flow*) yang dihasilkan berdasarkan proyeksi tersebut dikalikan dengan faktor diskonto, sesuai dengan tingkat bunga dan periode waktunya.

Metode DCF valuation dibangun berdasarkan konsep hubungan sederhana antara Nilai Kini dengan Nilai Mendatang (*Future Value*). Konsep tersebut adalah nilai mendatang (F) = Nilai Kini (1 + tingkat bunga) dari konsep tersebut menghasilkan hubungan sebagai berikut:

$$\text{Nilai Kini} = F / (1 + \text{tingkat bunga})$$

Untuk mengaplikasikan konsep DCF tersebut ke dalam *valuation*, hubungan tersebut dimodifikasi sehingga: nilai kini (perusahaan) adalah jumlah dari seluruh arus kas (*cash flow, CF*) yang dihasilkan kepada *timing & risk*, dari CF tersebut. Secara skematis logika dasar DCF *valuation* digambarkan dalam:

Uraian tentang konsep penilaian dengan metode diskonto di atas menggambarkan pandangan keuangan tentang nilai dari suatu perusahaan atau penyertaan yaitu: “ nilai kini dari jumlah pendapatan mendatang yang dihasilkan oleh perusahaan atau penyertaan tersebut”. (Shanon Pratt, 1996)

DCF Valuation sangat populer dalam pembelanjaan perusahaan dan banyak dipakai dalam situasi merger, akuisisi, atau restrukturisasi perusahaan. Hal-hal yang sangat penting dalam mengaplikasikan metode ini adalah:

- ❖ Asumsi-asumsi logis yang digunakan dalam menyusun skenario proyeksi bisnis dari mana pendapatan (CF, arus kas) mendatang akan diambil.
- ❖ Definisi dan proyeksi arus kas yang akan didiskonto dalam rangka memperoleh nilai kini (*selection and projection of benefit stream*) sebagai

numerator. Dengan memperhatikan faktor yang mempengaruhi penciptaan nilai perusahaan atau saham, *net cash flow* atau arus kas bersih adalah rumusan arus pendapatan yang tepat untuk dikonversi menjadi indikasi nilai.

- ❖ Tingkat diskonto yang tepat yang harus mengakomodasi berbagai risiko dari investasi dan mencerminkan biaya oportunitas kapital adalah sebagai denominator (Ruky, 1999).

Perusahaan yang cocok dinilai dengan metode ini adalah perusahaan dengan karakteristik:

- ❖ *Operating Companies*
- ❖ Perusahaan yang sudah lama (*mature*) dan menguntungkan (*potentially profitable companies*).
- ❖ Perusahaan dengan tingkat laba tidak konstan.

II. Prosedur dan Teknik DCF Valuation

Untuk mengaplikasikan DCF Valuation, kita memerlukan serangkaian arus kas sebagai numerator yang diproyeksikan dan tingkat diskonto sebagai denominator untuk mengkonversi arus kas tersebut. Penilai biasa memperoleh proyeksi R/L dari para profesional yang bekerja di perusahaan karena merekalah yang paling mengetahui kelemahan, kekuatan, prospek, dan ancaman terhadap perusahaan mereka. Penilai hanya perlu meninjau kembali proyeksi dan asumsi yang digunakan: apakah sesuai dengan situasi dan kondisi yang dihadapi oleh perusahaan. Dalam menyiapkan proyeksi, penilai perlu bekerja sama dengan manajemen perusahaan yang bersangkutan. (Ruky, 1999)

Prosedur dan langkah untuk mengaplikasikan DCF *Valuation*, setelah arus kas kita definisikan adalah sebagai berikut:

- a. Proyeksi Arus Kas Bersih (AKB)

Ada dua jenis AKB yang umumnya dikonversi untuk memperoleh indikasi nilai, yaitu AKB yang tersedia untuk ekuitas dan AKB yang tersedia untuk kapital. AKB untuk Kapital adalah arus kas yang berasal atau dihasilkan dari operasi perusahaan dan yang tersedia untuk semua penyedia kapital. Arus Kas ini, dengan asumsi *debt free*, tidak terpengaruh oleh struktur kapital perusahaan, tetapi struktur kapital tersebut mempengaruhi biaya kapital rata-rata tertimbang.

Untuk memproyeksikan AKB setidaknya-tidaknya ada 3 langkah penting yang perlu dilakukan:

- ❖ Pertama, mengembangkan sudut pandang yang komprehensif dan terpadu tentang kinerja perusahaan dan kinerja lingkungan industri;
- ❖ Kedua, menyusun dan mengembangkan asumsi dan skenario pengembangan;
- ❖ Ketiga, mengevaluasi dan meninjau kembali hasil proyeksi.

b. Tetapkan Tingkat Diskonto yang Digunakan

Pemilihan tingkat diskonto yang digunakan harus disesuaikan dengan definisi arus kas yang dipilih untuk didiskonto. Bila yang dipilih adalah arus kas untuk ekuitas, maka tingkat diskonto yang digunakan adalah biaya oportunitas ekuitas, sedangkan bila yang dipilih adalah arus kas untuk kapital maka yang digunakan adalah biaya kapital rata-rata tertimbang (WACC). Tingkat diskonto juga harus mencerminkan tingkat risiko yang melekat dengan arus kas tersebut. Metode untuk menghitung WACC dapat dinyatakan dalam rumus berikut:

$$WACC = K_e \times W_e + K_d \times (1-t) \times W_d$$

$$W_e = E / V$$

$$W_d = D / V$$

Dimana:

$$K_e = \text{cost of equity}$$

$$K_d = \text{biaya hutang}$$

E = nilai pasar ekuitas perusahaan

D = nilai pasar perusahaan utang

V = E + D = nilai pasar total pembiayaan perusahaan (ekuitas dan utang)

E / V = persentase pembiayaan yang ekuitas

D / V = persentase pembiayaan yang hutang

t = pajak perusahaan tingkat

Sedikit rumit dalam menghitung biaya ekuitas (K_e), karena modal tidak secara teknis memiliki nilai eksplisit, sedangkan menghitung biaya hutang (K_d) adalah proses yang relatif sederhana. Sebuah model yang menggambarkan hubungan antara risiko dan pengembalian yang diharapkan dan yang digunakan dalam harga berisiko sekuritas.

$$K_e (\text{CAPM}) = R_f + \text{Beta} \times (R_{pm})$$

$$R_{pm} = R_m - R_f$$

Dimana:

$$K_e = \text{cost of equity}$$

R_f = tingkat pendapatan bebas resiko per tanggal penilaian

R_{pm} = premi resiko ekuitas untuk pasar secara keseluruhan

R_m = tingkat bunga bebas resiko

c. Konversikan AKB Menjadi Indikasi Nilai

Bila arus kas mendatang telah tersedia dan tingkat diskonto telah ditetapkan, maka langkah berikutnya adalah mengkonversi arus kas mendatang dengan faktor diskonto sesuai dengan periode waktunya.

d. Proyeksikan dan Konversikan AKB- Periode Perpetuity

Asumsi yang digunakan dalam penilaian bisnis atau saham adalah bahwa subyek perusahaan yang dinilai bersifat *on-going*, yaitu perusahaan hidup terus walaupun manajemen berganti. Dengan asumsi ini maka arus kas yang dikonversi menjadi nilai kini adalah arus kas selama dihasilkan oleh subyek perusahaan yang dinilai (*long explicit firecast*, LEF).

Proyeksi LEF mencoba meramalkan dan mencari nilai kini arus kas (NCF) untuk jangka waktu panjang tahun demi tahun (50, 75, atau 100) dengan formula umum *discounting*: $AKB_n / (1+i)^n$. Namun proyeksi LEF; 25, 50, atau 100 tahun, tidak praktis dan makan waktu. Selain itu, dengan tingkat diskonto 15% saja, nilai kini pendapatan pada 50 atau 25 tahun mendatang sudah mendekati 0. Karena itu, proyeksi AKB biasanya dibagi dua, yaitu periode waktu spesifik atau waktu tetap (*fixed time period*) 3, 5, 8, atau 10 tahun. Dan periode waktu kekal (*perpetuity time period*). Dengan demikian, nilai perusahaan adalah nilai kini dari AKB periode waktu tetap ditambah nilai kini AKB waktu kekal (Tom Coppeland, et al. 1990). Arus Kas Bersih waktu kekal disebut *continuing value* (CV).

e. Tambahkan Aset Non Operasi

Total nilai kini AKB periode spesifik dan periode kekal dari langkah dan prosedur di atas merupakan nilai perusahaan (perkiraan nilai pasar kapital) dari operasi. Nilai tersebut mencerminkan perkiraan kapitalisasi pasar terhadap arus kas bersih atau *economic income* yang dihasilkan operasi perusahaan.

Seperti yang telah disebutkan sebelumnya, pendapatan yang bukan dari operasi tidak dimasukkan sebagai unsur pendapatan. Jadi, untuk memperoleh nilai perusahaan kita harus menambahkan nilai pasar dari Aset Non Operasi bila ada, misalnya deposito, penyertaan (sekuritas, *marketable security*), dan aktiva lain yang tidak terkait dengan operasi. Kecuali deposito, aktiva non operasi ini harus disesuaikan dulu nilai bukunya menjadi nilai pasar, baru kemudian ditambahkan pada nilai perusahaan dari operasi.

f. Kurangi Nilai Invested Capital dengan Hutang

Langkah dan prosedur di atas adalah prosedur DCF *Valuation* ketika kita mengaplikasikan invested capital model, di mana untuk mencari nilai ekuitas kita harus menghitung nilai perusahaan atau nilai kapital terlebih dahulu. Nilai ekuitas diperoleh dengan mengurangi nilai perusahaan dengan semua hutang (*interest bearing debt*, IBD). Nilai ekuitas tersebut merupakan satu kesatuan. Untuk memperoleh per satuan (lembar) atau persentase tertentu dari nilai ekuitas, nilai tersebut dibagi secara proporsional dengan jumlah saham atau dikalikan persentase yang dinilai.

2.5. Pendekatan Pasar (*Market Approach*)

2.5.1. Konsep Dasar Pendekatan Pasar

Pendekatan penilaian berdasarkan data pasar adalah suatu cara umum untuk menentukan indikasi nilai dengan berpedoman pada data transaksi yang pernah terjadi sebelumnya atas suatu *business interest* dari perusahaan yang sepadan dan sebanding. Data transaksi yang dibuat sebagai pedoman dicari dari yang telah terjadi di pasar modal (*publicly held*, Tbk) maupun di luar pasar modal (*closely held*, Ttp). Konsep dasar metode-metode yang tercakup dalam

pendekatan (perbandingan) data pasar berakar pada “prinsip substitusi” dalam ekonomi, yaitu bahwa “seseorang tidak akan membayar lebih untuk suatu benda (item), daripada suatu jumlah dengan jumlah mana seseorang tersebut dapat memperoleh benda yang sama dengan yang diinginkannya”.

Berdasarkan prinsip tersebut, metode – metode penilaian dalam pendekatan ini pada dasarnya dilakukan dengan cara mencari dan membandingkan perusahaan yang dinilai dengan perusahaan yang diperkirakan sepadan dan sebanding, dari bidang (subsektor) yang sama yang sudah ada harga pasarnya. Data transaksi yang terjadi pada perusahaan yang sepadan dan sebanding ini kemudian dijadikan sebagai pedoman dalam penentuan nilai. Indikasi nilai saham perusahaan yang dinilai diperoleh dari harga saham perusahaan pedoman secara proporsional.

Sebagaimana yang telah dijelaskan, faktor yang perlu dipertimbangkan apakah data transaksi jual-beli yang telah terjadi cukup beralasan dan relevan untuk digunakan sebagai basis perbandingan adalah:

- Kesepadanan dan kesebandingan dari perusahaan yang telah ada data jual – belinya dengan perusahaan yang dinilai dalam karakteristik bisnis (investasi) dan posisi keuangan, baik secara kualitatif maupun kuantitatif.
- Kelengkapan dan reliabilitas data.
- Apakah transaksi yang terjadi benar-benar mencerminkan *arms-length transaction*, terutama untuk transaksi *business interest* dari perusahaan Ttp.

2.5.2. Metode Pendekatan Pasar (Guideline Companies Method)

I. Konsep dan Kerangka Kerja Guideline Companies Method (GCM)

Dengan metode ini nilai *business interest* diperoleh melalui suatu “faktor pengali atau konversi” yang disebut *multiple* atau *key valuation ratio* yang dicari dari perusahaan pembanding (pedoman) yang sahamnya telah memiliki nilai pasar. *Multiples* digunakan untuk mengkonversi nilai buku ekuitas dari perusahaan yang dinilai menjadi nilai pasar.



Tabel 2.1

Beberapa variable yang sering digunakan sebagai multiples

Multiples (Key Vauation Ratios):	Basis untuk memperkiraka nilai ekuitas bagi perusahaan yang dinilai:
Price / Earning - P/E	Didasarkan pada kemampuan ekuitas dalam menghasilkan pendapatan (<i>earning power</i>)
Price/Book Value - P/BV	Didasarkan pada perbandingan nilai buku ekuitas dengan nilai pasarnya

Sumber : Menilai Penyertaan dalam Perusahaan, 1999

Perusahaan yang cocok dinilai dengan pendekatan ini adalah tipe perusahaan yang sahamnya telah diperjualbelikan secara aktif. Kuncinya adalah adanya sejumlah transaksi saham-saham dari perusahaan yang sepadan (Ruky, 1999).

II. Pemilihan perusahaan pedoman

Hal yang penting dalam metode ini adalah pemilihan perusahaan – perusahaan pedoman, dan bila memungkinkan perusahaan yang telah *go public*

a. Kesamaan bidang usaha

Yang paling mudah dilakukan adalah meneliti apakah industri tersebut berada dalam kelompok industri yang sama berdasarkan Klasifikasi Lapangan Usaha Indonesia (KLUI) setidaknya dalam kelompok 4-5 digit.

b. Kesepadaman posisi usaha dan jenis kegiatan

Kriteria lain adalah posisi perusahaan dalam industri, yang meliputi: pasar sasaran (ekspor, domestik, komposisi langganan), kematangan, dan luas usaha (berapa lama berkecimpung dalam bidang usaha tersebut dan berapa banyak

cabang). Selain itu, jenis produk yang dihasilkan dan *volume* penjualan perlu juga dipertimbangkan.

c. Kesepadanan posisi dan kondisi keuangan

Aspek keuangan merupakan hal penting dalam menetapkan komparabilitas perusahaan, antara lain struktur kapital atau *leverage* yang meliputi unsur *Asset to Equity* dan *LTD to Equity*, Likuiditas, Efisiensi, dan Profitabilitas.

d. Jangka waktu untuk perbandingan

Tipikal jangka waktu yang digunakan untuk perbandingan adalah:

- 12 bulan terakhir dan / atau 1 tahun terakhir.
- Rata-rata dari waktu tertentu (antara 3-5 tahun)
- Rata-rata tertimbang dari waktu tertentu.

e. Berapa banyak diperlukan perusahaan pembandingan?

Jawaban atas pertanyaan tersebut bergantung pada beberapa faktor penting, yaitu (a) tingkat kesepadanan dan kesebandigan; makin dekat perbedaan makin sedikit diperlukan perusahaan pembandingan, dan (b) aktivitas perdagangan saham; makin aktif diperdagangkan makin sedikit diperlukan perusahaan pembandingan.

BAB III

METODE PENELITIAN

Metode penelitian merupakan tahapan-tahapan yang sudah ditetapkan terlebih dahulu sebelum pemecahan masalah yang dihadapi. Tujuan dilakukannya metode penelitian ini untuk membuat penelitian lebih terarah dan juga akan membuat penganalisaan yang dilakukan terhadap masalah lebih mudah. Langkah – langkah yang dilakukan adalah sebagai berikut:

3.1. Obyek Penelitian

Obyek penelitian ini adalah Transaksi PT Bank Windu Ketjana International Tbk (**"Perseroan"**) atas akuisisi saham PT Bank Antar Daerah. Perseroan merupakan bank umum devisa yang merupakan hasil merger antara PT Bank Multicor Tbk dengan PT Bank Windu Kentjana pada 8 Januari 2008. Saham Perseroan telah dicatatkan di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2007. Hingga saat ini, Perseroan telah memiliki 82 kantor yang tersebar di seluruh kota besar di Indonesia.

3.2. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

3.2.1. Sumber Data

Data yang digunakan pada penelitian ini bersumber dari data sekunder. Pengumpulan data dilakukan dengan cara mengumpulkan data mengenai Perseroan dan Bank Anda melalui website resmi. Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa :

1. Laporan keuangan audit Bank Anda lima tahun terakhir;
2. Berbagai informasi terkait dari Bank Indonesia, Bloomberg, Damodaran Online dan informasi lainnya yang mendukung penelitian ini.

3.2.2 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data dilakukan dengan dokumentasi melalui website resmi Perseroan dan Bank Anda sesuai dengan data yang dibutuhkan. Valuasi saham Bank Anda didasarkan pada analisis internal dan eksternal. Analisis internal akan dilakukan berdasarkan pada data yang terdapat pada website resmi Bank Anda, analisis historis atas Laporan Posisi Keuangan, Laporan Laba Rugi Komprehensif, dan Laporan Arus Kas. Prospek Bank Anda di masa yang akan datang dievaluasi berdasarkan rencana usaha dan proyeksi. Analisis eksternal didasarkan pada kajian singkat terhadap faktor-faktor eksternal yang dipertimbangkan sebagai penggerak nilai (*value drivers*) termasuk juga kajian singkat atas prospek dari industri yang bersangkutan.

3.2.3 Metode Analisis Data

Dalam mengaplikasikan berbagai metode penilaian untuk menentukan Nilai Pasar suatu "*business interest*" perlu mengacu pada Laporan Keuangan yang representatif, oleh karenanya diperlukan penyesuaian terhadap nilai buku Laporan Posisi Keuangan dan normalisasi keuntungan Laporan Laba Rugi Komprehensif yang biasanya disusun oleh akuntan berdasarkan nilai historis. Berapapun nilai buku suatu perusahaan yang direfleksikan dalam Laporan Posisi Keuangan dan Laporan Laba Rugi Komprehensif adalah nilai perolehan dan tidak mencerminkan nilai ekonomis yang dapat sepenuhnya dijadikan acuan sebagai nilai wajar perusahaan saat penilaian tersebut.

Untuk menentukan Nilai Pasar Wajar Bank Anda, kami mengaplikasikan 2 (dua) pendekatan, yaitu pendekatan pendapatan (*Discounted Cash Flow – DCF*) dan pendekatan pasar (*Guideline Company Method – GCM*). Penilaian dilakukan dengan menggunakan metode DCF sebagai pendekatan penilaian utama, sedangkan metode GCM digunakan sebagai pendekatan penilaian

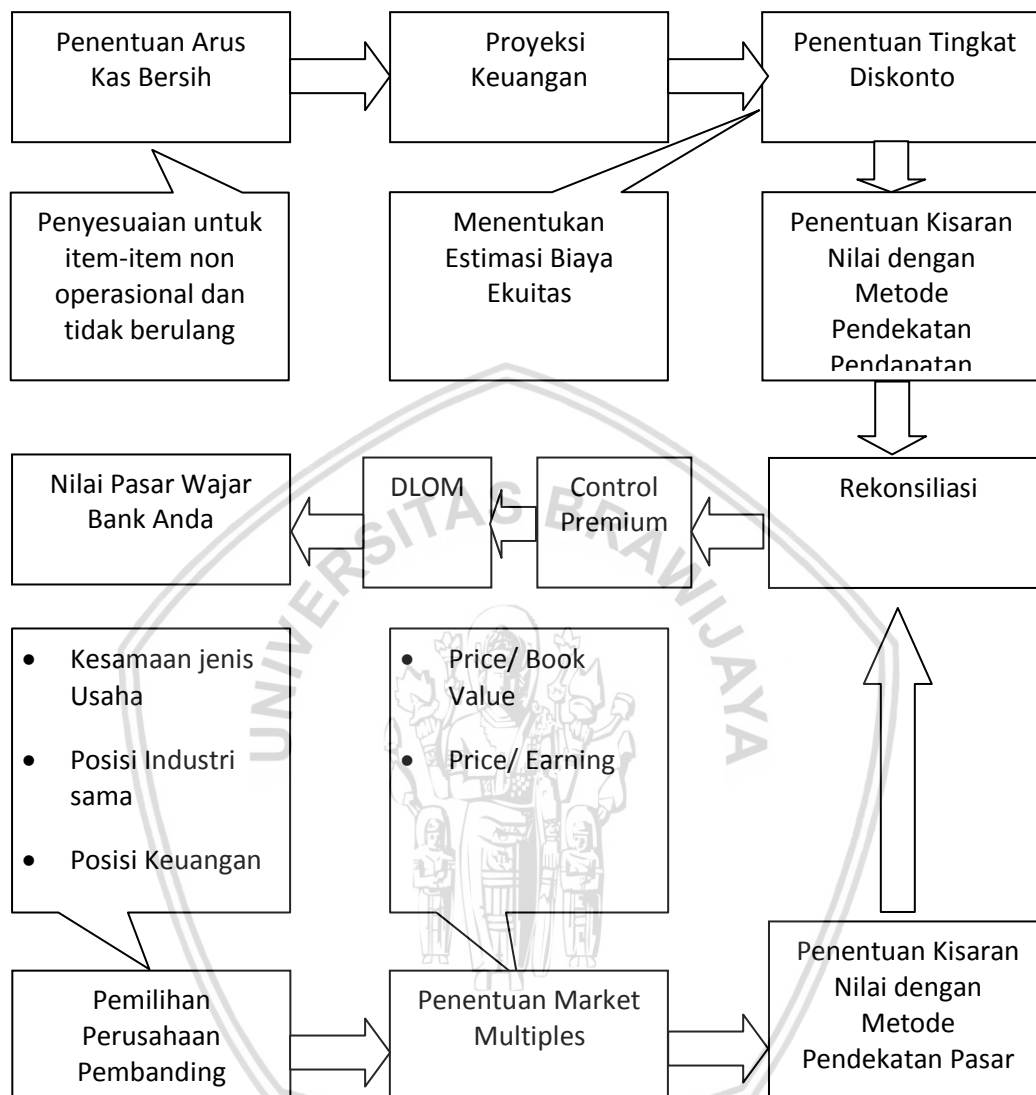
kedua. Pendekatan dan metode penilaian tersebut di atas adalah yang peneliti anggap paling sesuai untuk diaplikasikan dalam penelitian ini.

Pendekatan pendapatan dengan Metode Diskonto Arus Kas Bersih (*Discounted Cash Flow – DCF*) didasarkan atas proyeksi arus kas bersih yang ditentukan berdasarkan proyeksi atas pendapatan ekonomis perusahaan setelah dikurangi dengan pengeluaran-pengeluaran yang diperlukan untuk mendukung operasi perusahaan seperti penambahan modal kerja dan biaya modal. Nilai pasar dari saham kemudian diperoleh dengan mendiskonto proyeksi arus kas untuk pemegang saham dengan tingkat diskonto yang sesuai mendapatkan Nilai Pasar Ekuitas.

Pendekatan pasar dengan mengaplikasikan (*Guideline Company Method – GCM*), yaitu dengan mengestimasi nilai saham perusahaan berdasarkan harga pasar saham dari perusahaan-perusahaan yang sepadan dan sebanding yang terdaftar sebagai perusahaan terbuka di bursa efek regional. Metode ini didasarkan atas *value multiples* dari perusahaan-perusahaan lain yang sepadan dan sebanding yang diperkirakan memiliki skala dan karakteristik risiko usaha yang hampir sama dengan perusahaan yang akan dinilai. Dari hasil penelitian ini dapat menentukan nilai yang paling mencerminkan Bank Anda.

Setelah diperoleh Nilai Pasar Wajar Saham Bank Anda untuk setiap metode yang digunakan, kemudian dilakukan rekonsiliasi nilai untuk mendapatkan nilai pasar saham Bank Anda. Bank Anda merupakan perusahaan tertutup yang sahamnya tidak diperdagangkan di bursa efek sehingga peneliti menambahkan Control Premium dan mengurangi dengan *Discount Lack of Marketability* atau disingkat “DLOM”. Berikut adalah bagan proses valuasi saham Bank Anda.

Proses Valuasi Saham Bank Anda





BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Pendekatan dan Metode Penilaian

Dalam pemilihan pendekatan dan metode penilaian yang akan diaplikasikan tergantung pada analisis penilaian terhadap kesesuaian antara pendekatan dan metode yang akan digunakan dengan karakteristik obyek yang akan dinilai dan ketersediaan data yang relevan dengan metode penilaian yang akan digunakan. Dalam penelitian ini, peneliti memilih pendekatan pendapatan (*Discounted Cash Flow – DCF*), karena karakteristik perusahaan yang dinilai merupakan perusahaan yang menghasilkan pendapatan, dan pendapatan merupakan *value driver* sebagai pemenuhan syarat dalam pendekatan pendapatan, dan adanya ketersediaan data eksternal dan internal yang dapat peneliti gunakan untuk menentukan asumsi proyeksi, pendekatan kedua yang digunakan adalah pendekatan pasar (*Guideline Company Method – GCM*), karena terdapat perusahaan yang sepadan dan sebanding di bursa efek dengan perusahaan yang dinilai (industrianya yaitu perbankan, ukuran perusahaan yaitu BUKU 1, posisi industri yaitu keuangan), serta *earning* dan Ekuitasnya positif sebagai pemenuhan syarat dalam metode pendekatan pasar, dalam hal ini peneliti memperoleh informasi dari Bloomberg. Sedangkan pendekatan aset tidak dipergunakan karena selain membutuhkan penilai properti, aset tetap dalam perusahaan yang dinilai bukan merupakan *value driver*, aset tetap perusahaan telah berkontribusi menghasilkan pendapatan, pendekatan ini lebih cocok untuk perusahaan yang masih dalam tahap pengembangan, belum beroperasi secara komersil, perusahaan yang tidak memiliki riwayat pendapatan yang mempunyai

prospek positif, atau perusahaan yang diragukan kemampuannya untuk melanjutkan operasi yang bersifat *going concern*, atau perusahaan yang berada dalam kesulitan untuk memperoleh pendapatan (*trouble companies*), atau memiliki aset tetap yang besar, seperti perusahaan properti atau seperti perusahaan pertambangan yang belum beroperasi. Sedangkan Bank Anda saat ini telah beroperasi secara komersial, maka peneliti berpendapat pendekatan pendapatan dengan metode DCF dan pendekatan pasar dengan pendekatan GCM paling tepat digunakan untuk melakukan penelitian ini.

4.1.1. Pendekatan Pendapatan

Dalam penilaian kewajaran atas transaksi akuisisi, dengan menggunakan pendekatan pendapatan yang menerapkan *top down analysis* dapat mengetahui secara menyeluruh mengenai makro ekonomi, industri dan target perusahaan.

4.1.1.1. Gambaran Umum Industri

Kinerja industri perbankan Indonesia mengalami peningkatan di tahun 2015 dibandingkan tahun sebelumnya. Total aset industri perbankan pada akhir semester II-2015 tercatat sebesar Rp. 6.132,8 triliun, atau tumbuh sebesar 9,22%. Namun, pertumbuhan tersebut lebih kecil dibandingkan pada semester II-2015 likuiditas perbankan cenderung membaik dibandingkan dengan semester sebelumnya, meskipun sempat menghadapi sedikit tekanan pada akhir tahun.

Berdasarkan Modal inti yang dimiliki, bank dikelompokkan menjadi 4 (empat) Bank Umum Kelompok Usaha ("**BUKU**"), yaitu BUKU 1 dengan Modal Inti sampai dengan kurang dari Rp 1 triliun, BUKU 2 dengan Modal Inti paling sedikit sebesar Rp 1 triliun sampai dengan kurang dari Rp 5 Triliun, BUKU 3 dengan Modal Inti paling sedikit sebesar Rp 5 Triliun sampai dengan kurang dari Rp 30 triliun, dan BUKU 4 dengan Modal Inti paling sedikit sebesar Rp 30 Triliun. Bank Windu termasuk di dalam kelompok BUKU 2 karena per tanggal 31

Desember 2015, jumlah modal inti Bank Windu tercatat sebesar Rp. 1,31 triliun. Sedangkan Bank Anda termasuk dalam kelompok BUKU 1 dengan modal inti tercatat sebesar Rp 226 miliar.

Tabel 4.1
Perkembangan *Loan to Deposit Ratio* Berdasarkan BUKU
Tahun 2014-2015

	2014		2015	
	Semester I	Semester II	Semester I	Semester II
BUKU 1				
Kredit (Rp triliun)	105,89	115,92	128,64	136,77
DPK (Rp triliun)	130,58	134,71	164,96	154,16
LDR (%)	81,09	86,05	77,98	88,72
BUKU 2				
Kredit (Rp triliun)	593,35	624,93	655,82	678,80
DPK (Rp triliun)	663,75	688,87	761,65	714,23
LDR (%)	89,39	90,72	86,11	95,04
BUKU 3				
Kredit (Rp triliun)	1.323,44	1.380,39	1.432,68	1.460,67
DPK (Rp triliun)	1.325,08	1.367,15	1.459,36	1.463,95
LDR (%)	99,88	100,97	98,17	99,78
BUKU 4				
Kredit (Rp triliun)	1.445,75	1.553,07	1.610,90	1.781,89
DPK (Rp triliun)	1.715,10	1.923,69	1.933,77	2.080,91
LDR (%)	84,30	80,73	83,30	85,63
Industri				
Kredit (Rp triliun)	3.468,43	3.674,31	3.828,04	4.058,13
DPK (Rp triliun)	3.834,50	4.114,42	4.319,75	4.413,24
LDR (%)	90,45	89,30	88,62	91,95

Sumber: Kajian Stabilitas Keuangan, Bank Indonesia, Maret 2016

Pertumbuhan kredit perbankan cenderung meningkat pada semester II-2015 dibandingkan dengan semester sebelumnya, sementara pertumbuhan DPK pada periode yang sama lebih kecil dibandingkan semester sebelumnya. Pertumbuhan DPK (yoy) pada semester II-2015 tercatat sebesar 7,26%, lebih rendah dibandingkan dengan pertumbuhan DPK pada semester I-2015 (12,65%). Sementara itu, pertumbuhan kredit (yoy) naik dari 10,38% pada semester I-2015 menjadi 10,45% pada semester II-2015. Pertumbuhan DPK yang lebih rendah dibandingkan dengan kredit tersebut menyebabkan *Loan to*

Deposit Ratio (LDR) sedikit naik dari 88,62% menjadi 91,95% pada semester II-2015.

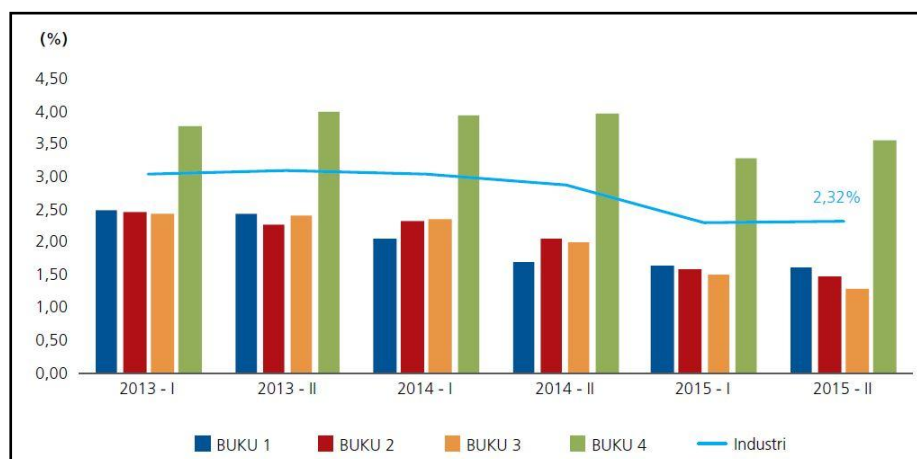
Tabel 4.2
Perkembangan CAR Berdasarkan BUKU
Tahun 2014-2015

	CAR (%)			
	2014		2015	
	Juni	Desember	Juni	Desember
BUKU 1	18,97	17,64	19,86	23,24
BUKU 2	21,41	20,91	19,96	22,40
BUKU 3	21,45	21,78	22,35	23,50
BUKU 4	17,01	17,12	18,78	19,26
Industri	19,45	19,57	20,28	21,39

Sumber: Kajian Stabilitas Keuangan, Bank Indonesia, Maret 2016

Selain itu, tingkat kecukupan permodalan industri perbankan relatif cukup baik, tercermin dari CAR yang lebih tinggi di atas ketentuan minimum. CAR industri perbankan naik dari 20,28% pada semester I-2015 menjadi 21,39% pada semester II-2015. Komposisi permodalan bank masih didominasi oleh modal inti (Tier 1) dengan pangsa 88,84%. Tingginya CAR industri perbankan tersebut merupakan salah satu upaya bank dalam mengantisipasi pemenuhan aturan Basel III mengenai permodalan, khususnya *capital conservation buffer*, *countercyclical buffer* dan *capital surcharge* untuk bank-bank yang tergolong sistemik, yang mulai berlaku awal 2016. Selain pemenuhan ketentuan, sikap bank yang berhati-hati dalam menyalurkan kredit di tengah perlambatan pertumbuhan ekonomi juga berkontribusi terhadap peningkatan CAR industri perbankan.

Gambar 4.1
Perkembangan CAR Berdasarkan BUKU
Tahun 2013-2015



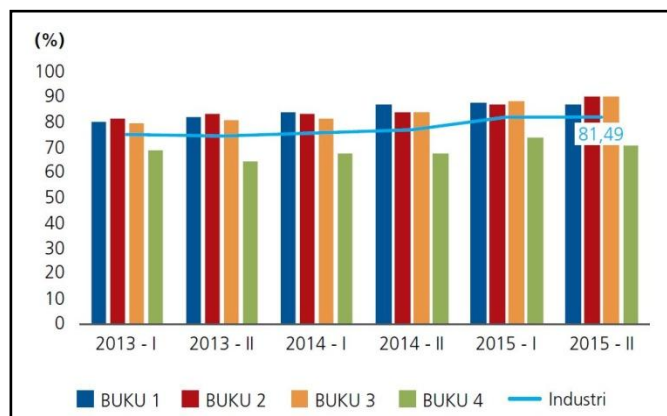
Sumber: Kajian Stabilitas Keuangan, Bank Indonesia, Maret 2016

Rasio ROA (*Return On Asset*) industri perbankan naik dari 2,29% pada semester I-2015 menjadi 2,32% pada semester II-2015. Peningkatan ROA ini disumbang oleh kelompok BUKU 4, sementara ROA kelompok BUKU 1, 2 dan 3 turun dibandingkan dengan semester sebelumnya. Indikator profitabilitas lainnya yaitu *Net Interest Margin* (NIM) menunjukkan peningkatan tipis sebesar 13 bps dari semester sebelumnya yakni menjadi 5,40%. Kenaikan NIM tersebut terjadi pada seluruh kelompok BUKU. Rasio NIM bukan hanya memperhitungkan aktivitas perkreditan mengingat rasio NIM tersebut diperoleh dari pendapatan bunga bersih dibagi *earning asset* (antara lain dapat berupa kredit, surat-surat berharga, penempatan di Bank Indonesia dan penyertaan). NIM perbankan yang relatif tinggi dibandingkan dengan negara-negara *peer* ASEAN antara lain didorong oleh pendapatan bunga kredit yang menguasai sekitar 85% pendapatan bunga perbankan. Pendapatan bunga kredit yang tinggi tersebut merupakan kombinasi dari volume kredit dan besaran suku bunga kredit yang dikeluarkan.

Gambar 4.2

Perkembangan Rasio BOPO Berdasarkan BUKU

Tahun 2013-2015



Sumber: Kajian Stabilitas Keuangan, Bank Indonesia, Maret 2016

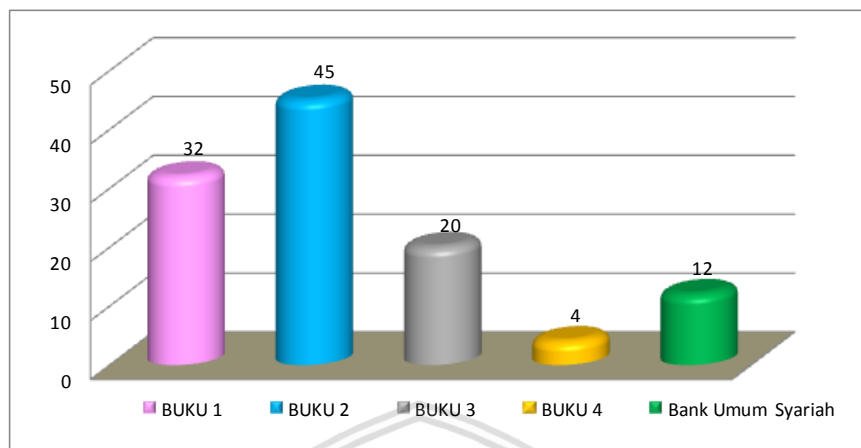
Efisiensi industri perbankan menunjukkan sedikit penurunan, tercermin dari kenaikan rasio Beban Operasional terhadap Pendapatan Operasional (BOPO). Rasio BOPO naik dari 81,40% pada semester I-2015 menjadi 81,49% pada semester II-2015. Kenaikan BOPO tersebut terjadi pada kelompok BUKU 2 dan 3. Kenaikan rasio BOPO terutama dipengaruhi oleh kenaikan beban bunga pinjaman yang diterima, beban bunga pada bank lain, dan beban overhead yaitu biaya barang dan jasa serta biaya promosi. Namun demikian, pangsa beban bunga pinjaman yang diterima, beban bunga pada bank lain, biaya barang dan jasa, serta biaya promosi, relative kecil terhadap total biaya operasional.

4.1.1.2. Kompetisi dan Pangsa Pasar

Bank Umum Swasta Nasional (BUSN) Devisa menurut PBI Nomor 14/26/PBI/2012 adalah bank-bank yang dapat melakukan kegiatan usaha dalam rupiah dan valuta asing. Sesuai dengan data OJK, Desember 2015, di Indonesia tercatat 39 BUSN Devisa dengan kelompok Bank Umum berdasarkan Kegiatan Usaha (BUKU) yang berbeda-beda.

Gambar 4.3

Jumlah Bank Berdasarkan BUKU di Indonesia



Sumber: Statistik Perbankan Indonesia, OJK, Desember 2015

Berdasarkan data Statistik Perbankan Indonesia (SPI) periode Desember 2015 yang diterbitkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK), terdapat sebanyak 32 kelompok BUKU 1, 45 bank kelompok BUKU 2, 20 bank kelompok BUKU 3 dan 4 bank kelompok BUKU 4 dari total 118 bank yang ada saat ini.

Tabel 4.3
Pertumbuhan Kredit per BUKU
Tahun 2014-2015

(dalam %)

BUKU	2014		2015		Pangsa Pasar Posisi Semester II 2015 (%)
	Sem I	Sem II	Sem I	Sem II	
BUKU 1	17,81	17,74	21,49	17,99	3,37
BUKU 2	17,56	12,11	10,53	8,62	16,73
BUKU 3	19,03	10,7	8,25	5,82	35,99
BUKU 4	15,42	11,74	11,42	14,73	43,91
Industri	17,21	11,59	10,37	10,45	100

Sumber: Kajian Stabilitas Keuangan, Bank Indonesia, Maret 2016

Berdasarkan kelompok BUKU, perlambatan pertumbuhan kredit selama periode laporan terjadi pada hampir semua kelompok, kecuali BUKU 4. Perlambatan terbesar terjadi pada BUKU 1, yaitu dari 21,49% menjadi 17,99% pada semester II-2015. Perlambatan tersebut terutama disebabkan menurunnya permintaan kredit dari korporasi seiring dengan kinerja korporasi yang melambat, serta sikap kehati-hatian bank dalam menyalurkan kredit.

Apabila dilihat dari pangsa pasarnya, maka pangsa pasar kredit berdasarkan kelompok BUKU pada Semester II-2015 dikuasai oleh bank-bank kelompok BUKU 4 dengan pangsa pasar sebesar 43,91%. Bank kelompok BUKU 3 mendominasi pangsa pasar kredit sebanyak 35,99%, BUKU 2 mendominasi pangsa pasar kredit sebesar 16,73% dan BUKU 1 mendominasi pangsa pasar kredit sebesar 3,37%.

4.1.1.3. Prospek Industri

Berdasarkan artikel *Outlook Perbankan 2016* dalam majalah *Business Global*, sebagian besar bankir memprediksi bahwa kinerja perbankan di tahun 2016 akan lebih baik. Optimisme para bankir terkait kinerja perbankan ini tercermin dari target yang dipasang lebih tinggi dibandingkan perkiraan realisasi

akhir tahun 2015. Hal tersebut berdasarkan atas ekspektasi perekonomian Indonesia. Bank Indonesia memproyeksikan pertumbuhan kredit perbankan akan meningkat menjadi 12-14% pada tahun 2016. Hal tersebut didasarkan setelah BI melakukan pelonggaran kebijakan moneternya dari sisi likuiditas dan menurunkan Giro Wajib Minimum (GWM) primer menjadi 7,5% untuk mendorong suku bunga kredit perbankan yang relative masih tinggi. Suku bunga kredit yang rendah ini menimbulkan potensi pertumbuhan kredit secara keseluruhan. Walaupun kinerja perbankan di tahun 2016 diharapkan lebih baik, namun para manajemen bank tetap memperhatikan debitur untuk menghindari adanya risiko kredit bermasalah. Hal lain yang perlu diperhatikan adalah pelaksanaan Masyarakat Ekonomi Asean (MEA). Terkait dengan MEA, diharapkan terjadi sinergi bisnis antara perbankan nasional agar menjadi kekuatan besar dalam menghadapi pasar bebas yang penuh dengan tantangan.

4.1.1.4. Riwayat Singkat

Bank Antardaerah memperoleh ijin operasi sebagai Bank Umum pada tanggal 28 Oktober 1958 melalui Surat Keputusan Menteri Keuangan No. 191546/U.M.II Ijin sebagai Bank Devisa diperoleh pada tahun 1992 sebagai upaya agar bisa berperan lebih banyak dalam mendorong pertumbuhan sekaligus membantu program pemerintah untuk memperlancar perdagangan luar negeri. Dengan dukungan sumber daya manusia yang profesional dan komitmen yang sangat kuat dari pemegang saham untuk menjalankan praktek perbankan yang sehat dan prudent, Bank Antardaerah mampu tumbuh dan terus berkembang dalam dunia perbankan Indonesia. Prinsip konservatif yang diwariskan oleh para pendiri selalu menjadi acuan manajemen dalam mengambil setiap keputusan. Sehingga pada saat dunia perbankan secara nasional dilanda krisis kepercayaan, sebagian besar nasabah Bank Antardaerah tidak

terpengaruh dan tetap mempercayakan pengelolaan dananya di Bank Antardaerah. Hingga saat ini Bank Antardaerah telah membuka 30 jaringan kantor on-line yang terdiri dari 8 kantor cabang, 17 kantor cabang pembantu dan 5 kantor kas yang tersebar di pulau Jawa, Bali dan Lombok

4.1.1.5. Struktur Permodalan dan Susunan Pemegang Saham

Struktur Permodalan dan susunan Pemegang Saham Bank Anda berdasarkan Laporan Keuangan Bank Anda per 31 Desember 2015 adalah sebagai berikut:

Tabel 4.4

Struktur Permodalan dan Susunan Pemegang Saham Bank Anda

Keterangan	Kepemilikan (%)
Ahdiat Wargana	50,00%
Yudo Sutanto	20,00%
Indrawati	18,12%
Hendra Setiawan	11,88%

Sumber: Laporan Keuangan Perseroan, www.bank-antardaerah.com, Desember 2015

4.1.1.6. Susunan Dewan Komisaris dan Direksi

Susunan Dewan Komisaris dan Direksi Bank Anda per tanggal 31 Desember 2015 berdasarkan Audit Laporan Keuangan Bank Anda per 31 Desember 2015 adalah sebagai berikut:

Dewan Komisaris

Komisaris Utama	: Ahadiat Wargana
Komisaris	: Yudo Sutanto
Komisaris	: Edy Prayitno

Direksi

Direktur Utama	: Bujung R. Hanani
Direktur Pemasaran	: Tang Amir
Direktur Kepatuhan	: Argo Budi Tjahjono
Direktur Operasional	: Rachmat Otojo

4.1.1.7. Ikhtisar Data Keuangan Penting Bank Anda

Ikhtisar data keuangan penting Bank Anda didasarkan pada Laporan Keuangan untuk tahun-tahun yang berakhir pada 31 Desember 2013-2015 yang telah diaudit oleh KAP Gani Sigiro & Handayani dengan pendapat Wajar dalam semua hal yang material. Laporan Keuangan Bank Anda untuk tahun yang berakhir pada 31 Desember 2012 yang telah diaudit oleh KAP Gani Mulyadi & Handayani dengan pendapat Wajar dalam semua hal yang material. Laporan keuangan Bank Anda untuk tahun yang berakhir pada tanggal 31 Desember 2011 yang telah diaudit oleh KAP Hendrawinata, Eddy, & Siddharta dengan pendapat wajar dalam semua hal yang material.



Tabel 4.5

Laporan Posisi Keuangan Bank Anda

Keterangan	31 Desember				
	2011*	2012*	2013*	2014*	2015
	Audit				
ASET					
Kas	32.484	26.981	49.728	39.924	31.306
Giro pada Bank Indonesia	104.553	100.589	120.525	142.900	122.675
Giro pada bank lain	26.640	24.495	43.382	27.883	35.289
Penempatan pada Bank Indonesia dan bank lain	179.813	144.574	76.988	238.162	385.223
Efek-efek	82.447	128.209	241.799	78.909	86.120
Tagihan akseptasi	4.101	-	-	-	-
Obligasi pemerintah	55.819	65.773	78.311	46.341	24.407
Kredit yang diberikan					
Pihak berelasi	3.156	2.558	5.165	4.841	2.364
Pihak ketiga	818.355	922.611	1.066.815	1.186.405	1.106.879
Investasi dalam saham	6	6	6	6	6
Aset tetap	21.995	91.271	90.819	89.558	92.567
Aset pajak tangguhan	2.072	2.263	2.553	2.850	2.541
Aset lain-lain	16.023	20.907	24.555	23.353	20.433
TOTAL ASET	1.347.463	1.530.238	1.800.645	1.881.132	1.909.809
LIABILITAS DAN EKUITAS					
Liabilitas					
Liabilitas segera	9.988	7.532	11.100	9.424	7.768
Simpanan Nasabah :					
Giro	215.955	244.988	272.901	196.514	210.927
Pihak berelasi	5.794	9.481	4.247	6.671	9.774
Pihak ketiga	210.160	235.506	268.654	189.843	201.153
Tabungan	266.452	315.305	307.757	313.149	318.407
Pihak berelasi	7.500	13.931	10.736	7.133	10.260
Pihak ketiga	258.953	301.374	297.021	306.016	308.146
Deposito berjangka	687.329	725.994	935.974	1.031.558	1.015.048
Pihak berelasi	60.938	36.647	17.122	13.871	13.274
Pihak ketiga	626.391	689.347	918.852	1.017.688	1.001.774
Simpanan dari bank lain	39.179	31.209	53.785	98.603	122.107
Penyisihan estimasi kerugian	622	-	-	-	-
Utang Pajak	1.451	2.355	2.145	1.569	1.657
Liabilitas imbalan pasca kerja	8.288	9.053	10.211	11.401	10.163
Liabilitas lain-lain	1.222	2.406	3.182	3.866	1.051
JUMLAH LIABILITAS	1.230.486	1.338.841	1.597.054	1.666.084	1.687.127
Ekuitas					
Modal saham	100.250	100.250	100.250	100.250	160.331
Kerugian yang belum direalisasi atas perubahan nilai wajar aset keuangan tersedia untuk dijual-bersih	45	86	(4.077)	(3.146)	(3.909)
Surplus revaluasi aset tetap	-	62.115	61.178	60.376	59.573
Pengukuran kembali atas program imbal:	(754)	(1.562)	(2.463)	(3.207)	(1.233)
Laba ditahan	17.437	30.508	48.703	60.775	7.920
Total Ekuitas	116.977	191.397	203.591	215.048	222.681
TOTAL LIABILITAS DAN EKUITAS	1.347.463	1.530.238	1.800.645	1.881.132	1.909.808

Sumber : Laporan Keuangan Perseroan

Total Aset Bank Anda mengalami pertumbuhan dengan rata-rata sebesar 9,13% pada periode 2011-2015, yang dihitung berdasarkan *Compound Annual Growth Rate* (CAGR). Pertumbuhan Total Aset tertinggi pada tahun 2013 sebesar 17,67%, terutama karena adanya peningkatan kredit yang diberikan pihak ketiga dan efek-efek. Total Kredit Bank Anda pada tahun 2011-2015 mengalami pertumbuhan sebesar 8,04% per tahun. Peningkatan tertinggi terjadi

pada tahun 2013 sebesar 15,95% karena adanya peningkatan pada Kredit Lancar. Sementara itu pada tahun 2015 terdapat penurunan sebesar 6,83%, karena terdapat penurunan pada kredit lancar. Rata-rata rasio total Kredit Bank Anda terhadap total Aset pada tahun 2011-2015 adalah 60,48%.

Pada periode 2011-2015, total Liabilitas Bank Anda meningkat dengan rata-rata sebesar 8,28% per tahun. Peningkatan Total Liabilitas tertinggi terjadi pada tahun 2013 sebesar 19,29%, terutama karena adanya peningkatan pada deposito berjangka dari pihak ketiga. Rata-rata rasio Total Liabilitas terhadap total Aset pada periode 2011-2015 adalah 88,85%. Total Simpanan Bank Anda pada tahun 2011-2015 mengalami pertumbuhan sebesar 8,36% per tahun. Pada tahun 2013 terdapat peningkatan jumlah simpanan tertinggi sebesar 19,20% karena adanya peningkatan pada Deposito Berjangka khususnya Deposito Berjangka Pihak Ketiga. Rata-rata rasio total Simpanan Bank Anda terhadap total Aset pada tahun 2011-2015 adalah 87,50%. Total Ekuitas Bank Anda mengalami peningkatan pada periode 2011-2015 dengan rata-rata sebesar 16,88% per tahun. Pertumbuhan Total Ekuitas tertinggi terjadi pada tahun 2012 sebesar 60,38%, terutama karena adanya Surplus Revaluasi Aset Tetap. Rata-rata rasio Total Ekuitas terhadap Total Aset pada periode 2011-2015 adalah 11,15%.

Tabel 4.6

Laporan Laba Rugi dan Penghasilan Komprehensif Lain Bank Anda

Keterangan	31 Desember				
	2011	2012	2013	2014	2015
	Audit				
Pendapatan dan beban operasional					
Pendapatan dan beban bunga					
Pendapatan bunga	126.990	135.210	160.453	193.987	198.282
Beban bunga	(67.717)	(67.958)	(77.859)	(113.157)	(124.189)
	59.273	67.253	82.595	80.831	74.093
Pendapatan provisi dan komisi	9.244	8.819	9.475	9.576	9.084
Pendapatan bunga-bersih	68.517	76.071	92.069	90.407	83.177
Pendapatan operasional lainnya:					
Pendapatan bersih dari instrumen keuangan lain pada nilai wajar melalui laba rugi					
	1.324	505	294	463	421
Pendapatan operasi lain	1.599	1.943	2.140	3.293	3.803
Pendapatan lain-lain	1.493	2.530	2.103	1.618	962
Jumlah pendapatan operasional lainnya	4.416	4.978	4.537	5.374	5.187
Penyisihan cadangan kerugian penurunan nilai aset keuangan dan aset non-keuangan					
	(1.351)	-	-	-	-
Beban operasional lainnya:					
Beban gaji dan tunjangan	(33.265)	(37.185)	(41.556)	(45.688)	(43.173)
Beban sewa	(2.792)	(3.333)	(3.278)	(3.475)	(4.079)
Beban penyusutan dan amortisasi	(3.467)	(3.859)	(4.312)	(4.406)	(4.289)
Beban lain-lain	(20.034)	(21.740)	(24.742)	(27.272)	(28.352)
Jumlah beban operasional lainnya	(47.249)	(66.117)	(73.889)	(80.840)	(79.893)
Laba Operasional Bersih	12.024	14.932	22.718	14.940	8.471
Pendapatan non operasional-net	(300)	334	491	270	222
Laba sebelum manfaat (beban) pajak	11.724	15.266	23.208	15.210	8.693
Manfaat (beban) pajak:					
Kini	(3.479)	(4.416)	(5.939)	(3.990)	(2.619)
Tangguhan	406	497	(11)	49	348
Beban pajak-bersih	(3.073)	(3.919)	(5.950)	(3.940)	(2.271)
Laba tahun berjalan	8.651	11.346	17.258	11.270	6.422
Pendapatan komprehensif lain setelah pajak					
	45	62.156	(5.064)	187	1.211
Jumlah laba komprehensif tahun berjalan	8.696	73.502	12.194	11.457	7.633

Sumber : Laporan Keuangan Perseroan

Bank Anda merupakan perusahaan yang bergerak dalam industri perbankan, di mana memiliki fokus bisnis yang berorientasi pada segmen Usaha Kecil dan Menengah (UKM), pinjaman, simpanan, dan transaksi *treasury*. Pendapatan utama Bank Anda berasal dari pendapatan dan beban atas kredit yang diberikan, kemudian pendapatan yang berasal dari aset produktif lainnya. Selama periode 2011-2015, Pendapatan Bunga Bank Anda mengalami pertumbuhan dengan rata-rata sebesar 11,78% per tahun. Peningkatan tertinggi terjadi pada tahun 2014 sebesar 20,90% terutama karena adanya peningkatan pada kredit yang diberikan. Beban bunga Bank Anda mengalami pertumbuhan

dengan rata-rata sebesar 16,37% per tahun selama periode 2011-2015. Peningkatan Beban tertinggi terjadi pada tahun 2014 sebesar 45,34%, terutama karena adanya peningkatan pada Simpanan Nasabah. Rata-rata Porsi Beban Bunga terhadap Pendapatan Bunga selama periode 2011-2015 adalah 54,61%.

Selama periode 2011-2015, Laba Operasional Bersih Bank Anda mengalami fluktuatif menurun dengan rata-rata sebesar 0,3% per tahun. Penurunan Laba Operasional Bersih terbesar terjadi pada tahun 2015 sebesar 43,30%, terutama karena adanya penurunan pada Pendapatan Operasional Lainnya. Sementara itu, Peningkatan tertinggi terjadi pada tahun 2013 sebesar 52,14% seiring dengan meningkatnya Pendapatan Bunga. Rata-rata Laba Operasional Bersih terhadap Pendapat Bunga selama periode 2011-2015 adalah 9,33% per tahun.

Selama periode 2011-2015, Bank Anda mengalami fluktuatif menurun Laba Komprehensif Tahun Berjalan dengan rata-rata sebesar 3,21% per tahun. Penurunan terbesar terjadi pada tahun 2013 sebesar 83,41% seiring dengan penurunan Pendapatan Komprehensif Lain Setelah Pajak khususnya pada pengukuran kembali atas program imbalan pasti. Sementara itu, Peningkatan Laba Komprehensif Tahun Berjalan terjadi pada tahun 2012 sebesar 745,26% seiring dengan kenaikan pada Pendapatan Komprehensif Lain Setelah Pajak khususnya Surplus Revaluasi Aset Tetap. Rata-rata porsi Laba Komprehensif Tahun Berjalan terhadap Pendapatan bunga selama periode 2011-2015 adalah 15,71% per tahun.

Tabel 4.7

Laporan Perubahan Arus Kas Bank Anda

Keterangan	31 Desember				
	2011	2012	2013	2014	2015
	Audit				
ARUS KAS DARI AKTIVITAS OPERASI					
Pendapatan bunga, provisi dan komisi	136.279	197.892	223.576	283.346	297.441
Pembayaran bunga	(65.560)	(122.855)	(131.598)	(190.092)	(213.434)
Pendapatan operasional lainnya	4.416	4.542	4.537	5.374	5.187
Beban operasional yang dibayar	(63.067)	(60.271)	(69.618)	(76.237)	(74.210)
Pendapatan non-operasional	3.512	742	1.332	734	1.036
Pembayaran beban non-operasional	(300)	(792)	(1.104)	(990)	(820)
Pembayaran pajak	3.073	(11.108)	(6.730)	(4.511)	(2.719)
Arus kas sebelum perubahan dalam aset dan liabilitas operasi	18.353	8.150	20.394	17.625	12.481
Penurunan (kenaikan) dalam aset operasi	3.073	(11.108)	(6.730)	(4.511)	(2.719)
Penempatan pada Bank Indonesia dan bank lain	18.354	8.150	20.394	17.625	12.481
Penurunan (kenaikan) dalam aset operasi	(155.375)	(103.028)	(149.028)	(120.014)	83.757
Kenaikan (penurunan) Liabilitas operasi	219.077	107.845	256.505	67.464	22.718
Arus kas bersih diperoleh dari (digunakan untuk) aktivitas operasi	82.056	12.967	127.871	(34.925)	118.956
ARUS KAS DARI AKTIVITAS INVESTASI					
Penempatan pada Bank Indonesia dan bank lain	-	180.712	-	-	-
Pembelian aset tetap	(5.937)	(4.140)	(3.955)	(3.470)	(7.301)
Penjualan aset tetap	1.301	404	359	850	9
Penurunan (kenaikan) efek-efek	-	(56.982)	(130.291)	195.791	13.960
Arus kas bersih diperoleh dari (digunakan untuk) aktivitas investasi	(4.636)	119.994	(133.887)	193.171	6.669
Kenaikan (penurunan) bersih kas dan setara kas	77.420	132.961	(6.016)	158.246	125.625
KAS DAN SETARA KAS AWAL TAHUN	116.740	163.677	296.638	290.623	448.868
KAS DAN SETARA KAS AKHIR TAHUN	194.160	296.638	290.622	448.869	574.493
Kas dan setara kas terdiri dari :					
Kas	32.484	26.981	49.728	39.924	31.306
Giro pada Bank Indonesia	104.553	100.589	120.525	142.900	122.675
Giro pada bank lain	26.640	24.495	43.382	27.883	35.289
Penempatan pada Bank Indonesia dan bank lain	-	144.574	76.988	238.162	385.223
Jumlah kas dan setara kas	163.677	296.638	290.623	448.868	574.493

Sumber : Laporan Keuangan Perseroan

a. Aktivitas Operasi

Selama periode 2011-2015, Arus Kas Bersih tertinggi yang diperoleh dari Aktivitas Operasi Bank Anda tercatat pada tahun 2013 sebesar Rp. 127.872 juta, terutama karena adanya arus kas yang diperoleh dari kenaikan Liabilitas

Operasi. Pada tahun 2014 tercatat arus kas digunakan untuk Aktivitas Operasi sebesar Rp 34.926 juta digunakan untuk Pembayaran Bunga.

b. Aktivitas Investasi

Selama periode 2011-2015, Arus Kas Bersih tertinggi diperoleh dari Aktivitas Investasi Bank Anda tercatat pada tahun 2014 sebesar Rp. 193.171 juta yang diperoleh dari Penurunan efek-efek. Pada periode yang sama, Arus Kas bersih yang digunakan untuk Aktivitas Investasi tercatat pada tahun 2013 sebesar Rp. 133.887 juta yang sebagian dialokasikan untuk kenaikan efek.



Tabel 4.8

Rasio Keuangan Bank Anda

Keterangan	31 Desember					Rata-rata
	2011	2012	2013	2014	2015	2011-2015
Rasio Pertumbuhan*						
Pendapatan bunga	N/A	6,47%	18,67%	20,90%	2,21%	11,78%
Beban Bunga	N/A	0,36%	14,57%	45,34%	9,75%	16,37%
Pendapatan bunga-bersih	N/A	11,03%	21,03%	-1,81%	-8,00%	4,97%
Laba Operasional Bersih	N/A	24,19%	52,14%	-34,23%	-43,30%	-8,38%
Laba sebelum manfaat (beban) pajak	N/A	30,21%	52,03%	-34,46%	-42,85%	-7,20%
Laba Komprehensif Tahun Berjalan	N/A	745,26%	-83,41%	-6,05%	-33,38%	-3,21%
Kredit	N/A	13,53%	15,95%	11,10%	-6,83%	8,04%
Simpanan	N/A	8,98%	19,20%	4,42%	1,63%	8,36%
Total Aset	N/A	13,63%	17,67%	4,47%	1,52%	9,13%
Total Liabilitas	N/A	9,09%	19,29%	4,32%	1,26%	8,28%
Total Ekuitas	N/A	60,38%	6,37%	5,63%	3,55%	16,88%
Rasio Vertikal						
Beban Bunga	53,32%	50,26%	48,52%	58,33%	62,63%	54,61%
Pendapatan bunga-bersih	46,68%	56,26%	57,38%	46,60%	41,95%	49,77%
Laba Operasional Bersih	9,47%	11,04%	14,16%	7,70%	4,27%	9,33%
Laba sebelum manfaat (beban) pajak	9,23%	11,29%	14,46%	7,84%	4,38%	9,44%
Laba Komprehensif Tahun Berjalan	6,85%	54,36%	7,60%	5,91%	3,85%	15,71%
Kredit	61,00%	60,46%	59,53%	63,33%	58,08%	60,48%
Simpanan	89,77%	86,10%	87,21%	87,17%	87,26%	87,50%
Total Liabilitas	91,14%	87,49%	88,69%	88,57%	88,34%	88,85%
Total Ekuitas	8,68%	12,51%	11,31%	11,43%	11,66%	11,15%
Rasio Permodalan						
CAR (risiko kredit, risiko pasar, risiko operasional)	11,87%	13,87%	13,10%	13,30%	16,55%	13,74%
Rasio Profitabilitas**						
Return on Asset (ROA)	0,91%	1,06%	1,39%	0,83%	0,46%	0,93%
Return on Equity (ROE)	7,73%	7,30%	8,74%	5,38%	2,93%	6,42%
Net Interest Margin(NIM)	5,75%	6,66%	7,11%	6,24%	5,39%	6,23%
Biaya Operasional terhadap Beban Operasional (BOPO)	91,45%	95,64%	91,97%	97,31%	100,30%	95,33%
Rasio Likuiditas**						
Loan to Deposit Ratio (LDR)	70,87%	70,79%	68,86%	73,27%	67,17%	70,19%
Rasio Aset Produktif**						
Non Performing Loan (NPL) - Gross	0,46%	0,13%	0,24%	0,35%	1,61%	0,56%
Non Performing Loan (NPL) - Net	0,37%	-0,68%	0,21%	0,29%	1,47%	0,33%

*) dihitung berdasarkan CAGR 2011-2015

**) angka sesuai dengan Annual Report

Sumber : Laporan Keuangan Perseroan, data diolah

a. Rasio Permodalan

Rasio permodalan menggambarkan seberapa besar total aset perusahaan yang mengandung risiko (kredit, penyertaan, surat berharga, tagihan pada bank lain) yang ikut dibiayai dari modal sendiri di samping memperoleh dana dari sumber di luar perusahaan. Rasio permodalan Bank Anda diukur dengan menggunakan *Capital Adequacy Ratio* (CAR). Rata-rata CAR Bank Anda selama periode 2011-2015 untuk risiko kredit, pasar, dan operasional selama 2011-2015 sebesar 13,74%.

b. Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas menunjukkan kemampuan suatu perusahaan dalam mengelola aset-asetnya dengan tujuan akhir mengoptimalkan pengembalian yang dapat diperoleh para penyedia modal (*capital providers*). Profitabilitas Bank Anda diukur dengan rasio imbal hasil aset (*return on asset/ ROA*), rasio imbal hasil ekuitas (*return on equitas/ ROE*), rasio biaya operasional terhadap pendapatan operasional (BOPO), dan rasio pendapatan bunga bersih (*net interest margin/ NIM*). Bank Anda memiliki rata-rata rasio ROA selama periode 2011-2015 sebesar 0,93%, rata-rata rasio ROE sebesar 6,43%, NIM sebesar 6,23%, dan BOPO sebesar 95,33%.

c. Rasio Likuiditas

Rasio Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewaiban-kewajibannya yang akan jatuh tempo. Likuiditas Bank Anda diukur dengan menggunakan *Loan to Debt Ratio* (LDR). Rata-rata rasio LDR Bank Anda selama periode 2011-2015 sebesar 70,19%.

d. Rasio Aset Produktif

Rasio aset produktif menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola kredit bermasalah yang telah diberikannya. Rasio aset produktif Bank Anda diukur dengan rasio *Non Performing Loan* (NPL). Selama periode 2011-

2015, Bank Anda mencatatkan rata-rata rasio NPL – *gross* sebesar 0,56% dan rasio NPL- *net* sebesar 0,33%.

4.1.1.8. Proyeksi Keuangan Bank Anda

Proyeksi keuangan Bank Anda didasarkan pada analisis internal dan eksternal. Analisis internal akan dilakukan berdasarkan pada data yang terdapat pada *website* Bank Anda, analisis historis atas laporan posisi keuangan, laporan laba rugi komprehensif dan laporan arus kas yang dimiliki Bank Anda. Analisis eksternal didasarkan pada kajian atas industri dan makro ekonomi Indonesia yang dapat dipertimbangkan sebagai penggerak nilai (*value drivers*).



Tabel 4.9

Asumsi Proyeksi Keuangan Bank Anda

	PROJ 2016	PROJ 2017	PROJ 2018	PROJ 2019	PROJ 2020
Pertumbuhan kredit	20,00%	17,00%	15,00%	13,00%	10,00%
Loan to Deposit	70,00%	72,00%	75,00%	77,00%	80,00%
Penempatan pada Bank Indonesia dan bank lain	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
Giro Bank Indonesia	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Giro pada bank lain	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Kas	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Tagihan Lancar	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Aktiva Lainnya	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Liabilitas segera	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Simpanan dari bank lain	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Liabilitas lain-lain	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Komposisi DPK					
Giro	22,00%	24,00%	25,00%	26,00%	27,00%
Tabungan	24,00%	25,00%	26,00%	27,00%	28,00%
Deposito	54,00%	51,00%	49,00%	47,00%	45,00%
Asumsi Suku Bunga					
Kredit	13,25%	13,00%	12,75%	12,50%	12,25%
Penempatan pada Bank Lain	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%
Obligasi - Surat Berharga	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%
Giro	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%	2,25%
Tabungan	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%
Deposito	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Pendapatan Prov & Komisi Lain	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%	0,70%
Pendapatan Operasional lain	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Pajak	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
DPR	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%
Beban gaji dan tunjangan	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beban sewa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beban lain-lain	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Pendapatan lain-lain	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Penambahan Modal (dalam juta Rupiah)	-	-	-	-	-

a. Asumsi Pertumbuhan Kredit

Kredit yang diberikan oleh Bank Anda diasumsikan mengalami pertumbuhan dengan *Compound Annual Growth Rate* (“**CAGR**”) selama periode proyeksi sebesar 13,72%. Pertumbuhan kredit Bank Anda pada tahun 2016 diasumsikan mengalami peningkatan sebesar 20% hingga stabil pada 10%. Pertumbuhan kredit tersebut didasarkan pada rata-rata pertumbuhan kredit Bank Anda dan rata-rata pertumbuhan kredit industri perbankan.

b. Asumsi *Loan to Deposit Ratio*

Loan to Deposit Ratio merupakan rasio antara besarnya kredit yang diberikan dibandingkan dengan jumlah penerimaan dana dari berbagai sumber. *Loan to Deposit Ratio* yang mendekati 100% mengindikasikan bahwa penerimaan dana dapat disalurkan 100% dalam bentuk kredit.

Loan to Deposit Ratio Bank Anda diproyeksikan mengalami peningkatan dengan rata-rata sebesar 74,80%. Peningkatan tersebut didasarkan pada asumsi bahwa Bank Anda akan dapat meningkatkan kredit yang diberikan sejalan dengan peningkatan bisnis ekspor dan impor. *Loan to Deposit Ratio* Bank Anda meningkat pada tahun 2016 70% hingga pada akhir periode proyeksi mencapai 80%. *Loan to Deposit Ratio* Bank Anda masih dalam rentang rata-rata historis yang mencapai 73% dan rata-rata industri BUKU 1 yang mencapai 83%.

c. Asumsi Tingkat Suku Bunga

Asumsi tingkat suku bunga dapat dibedakan menjadi dua yaitu tingkat suku bunga yang akan dicatatkan sebagai pendapatan dan tingkat suku bunga yang akan dicatatkan sebagai beban. Selisih antara kedua suku bunga tersebut akan menghasilkan rasio *Net Interest Margin*.

Bunga yang dicatatkan sebagai pendapatan antara lain tingkat suku bunga kredit, tingkat suku bunga penempatan pada bank lain, tingkat suku bunga pada surat berharga. Tingkat suku bunga kredit diasumsikan akan mengalami penurunan selama periode proyeksi didasarkan pada penurunan tingkat suku bunga deposito yang mencapai 88 *basis point* (bps) pada tahun 2015. Sedangkan tingkat suku bunga lain diasumsikan tetap selama periode proyeksi. Tingkat suku bunga yang akan dicatatkan sebagai beban yaitu dari Dana Pihak Ketiga diasumsikan tetap selama periode proyeksi.

4.1.1.9. Metode Diskonto Arus Kas Bersih (Discounted Cash Flow Method – DCF)

Penilaian saham Bank Anda dengan menggunakan metode DCF akan didasarkan pada proyeksi keuangan Bank Anda untuk periode 2016 – 2020. Proyeksi keuangan Bank Anda tersebut disesuaikan berdasarkan kondisi bisnis per tanggal penilaian dan potensi usaha yang dapat dicapai di masa yang akan datang. Dari proyeksi keuangan Bank Anda yang diperoleh, dapat dihitung arus kas bersih Bank Anda yang kemudian akan didiskontokan dengan tingkat diskonto yang sesuai. Perbedaan-perbedaan antara asumsi yang menjadi dasar penyusunan proyeksi keuangan dan realisasi yang sebenarnya akan berdampak langsung pada penilaian saham ini. Berikut adalah asumsi yang digunakan untuk mengestimasi tingkat diskonto yang akan digunakan dalam penilaian saham Bank Anda:

- **Cost of equity (tingkat biaya ekuitas)**

Tingkat biaya ekuitas dengan mempertimbangkan faktor-faktor sebagai berikut:

1. Risk free rate (tingkat suku bunga bebas resiko)

Sebagai Risk free rate penulis menggunakan yield Surat Utang Negara (SUN) default spread Indonesia pada tanggal penilaian sebesar 2,44% dan sehingga risk free rate efektif yang digunakan adalah sebesar 6,77% (sumber: Kontan dan Damodaran online).

Risk Free diperoleh dari SUN obligasi pemerintah selama 30 tahun di kontan online di kurangi *default* dari damodaran dan *risk premium* berdasarkan premi resiko pasar Indonesia per 31 Desember 2015 dari damodaran. *Risk Free* diperoleh dari SUN obligasi pemerintah karena satu – satunya sekuritas yang memiliki kesempatan untuk bebas resiko adalah surat-surat berharga pemerintah, bukan karena pemerintah lebih baik dijalankan daripada perusahaan, tetapi karena mereka mengendalikan

pencetakan mata uang. Paling tidak, secara nominal, mereka harus bisa memenuhi janjinya. Meskipun asumsi ini sangat sederhana, namun tidak selalu bertahan, terutama ketika pemerintah menolak peraturan yang dibuat oleh rezim sebelumnya dan ketika mereka meminjam dalam mata uang selain uang mereka sendiri, maka perlu dikurangi dengan *default*.

2. Beta

Beta yang diaplikasikan dalam penilaian saham Bank Anda adalah sebesar 0,58 yang dihitung menggunakan beta relevered dari rata-rata 8 (delapan) perusahaan yang bergerak di industri perbankan di Indonesia yang diperoleh dari Bloomberg. *Leverage Beta* juga dapat dihitung secara manual dengan persamaan Hamada.

3. Market risk premium (premi risiko pasar)

Berdasarkan data yang diperoleh dari Damodaran online, premi risiko pasar untuk Indonesia per 31 Desember 2015 adalah sebesar 7,57%.

= Equity risk premium AS berdasarkan rata-rata per Desember 2015
(Damodaran)

+ (Default spread Indonesia per Desember 2015 x deviasi pasar ekuitas
dari deviasi rata-rata pasar obligasi AS)

= Market risk premium

Berdasarkan asumsi tersebut, besarnya *cost of equity* yang gunakan sebagai tingkat diskonto dalam menentukan indikasi Nilai Pasar Saham Bank

Anda, yaitu 11,19% dari *Risk Free* ditambah Beta kali *Risk Premium* seperti pada tabel berikut.

Tabel 4.10

Estimasi Beta dan Perhitungan Cost of Equity

Unlevered Beta perusahaan Pembanding	
Perusahaan	Levered Beta
PT Bank Capital Indonesia Tbk	0,63
PT Bank Mestika Dharma Tbk	0,46
PT Bank Woori Saudara Indonesia 1906 Tbk	0,76
PT Bank QNB Indonesia Tbk	0,39
PT Bank Mitraniaga Tbk	0,61
PT Bank Rakyat Indonesia Agroniaga Tbk	0,76
PT Bank Dinar Indonesia Tbk	0,43
PT Bank Windu Kentjana International Tbk	0,64
Rata-Rata	0,58
Nilai Tengah	0,62

Kalkulasi Cost of Equity	
Biaya Ekuitas	
Tingkat Bebas Risiko	6,77%
Premium Risiko Pasar	7,57%
<i>Levered Beta</i>	0,58
Biaya Ekuitas	11,19%

Metode DCF didasarkan pada proyeksi arus kas yang merupakan arus kas bersih yang akan diterima penyedia ekuitas (*free cash flow to equity*), setelah memperhitungkan kebutuhan arus kas untuk peningkatan volume operasional dan perubahan arus kas dari penambahan atau pengurangan dana. Jumlah tersebut akan sama dengan potensi dividen yang akan diterima pemegang saham ditambah dengan perubahan penarikan atau penyetoran modal atau sama dengan arus kas yang diperoleh dari laba bersih yang diterima setelah memperhitungkan penambahan atau pengurangan aset dan liabilitas. Secara garis besar arus kas untuk penyedia ekuitas yang akan diaplikasikan dapat dijabarkan sebagai berikut :

= Arus Kas dari Operasional

(+) Penambahan Dana

(-) Penggunaan Dana

= Laba Bersih

+/- (Kenaikan) Penurunan Aset

+/- Kenaikan (Penurunan) Liabilitas

= Potensi Dividen

(+) Pembelian Kembali Saham

(-) Penerbitan Saham

= Arus Kas Bersih Untuk Penyedia Ekuitas

Untuk mencari Kumulatif Nilai Kini Arus Kas Bersih adalah penjumlahan dari Nilai Kini Arus Kas Bersih Ekuitas yang diperoleh dari Arus Kas Bersih Ekuitas dikali dengan tingkat diskonto. Indikasi Nilai Pasar Wajar dengan metode DCF diperoleh dari Penjumlahan Kumulatif Nilai Kini Arus Kas Bersih Ekuitas ditambah dengan Nilai Kini Terminal Value, sedangkan terminal value di peroleh dari *Terminal Value* di kali dengan Faktor Diskonto tahun 2020. *Terminal Value* diperoleh dari Arus Kas Perpetuitas di kali dengan perpetuitas (GDP- *Gross Domestic Product*) dari BPS dan IMF.

Dengan menggunakan metode DCF, indikasi Nilai Pasar Wajar 100% Saham Bank Andra per 31 Desember 2015 adalah sebesar Rp. 483.169,00 Juta.

Tabel 4.11

Indikasi Nilai Saham Bank Anda – Metode DCF

	PROJ 2016	PROJ 2017	PROJ 2018	PROJ 2019	PROJ 2020	Perpetuity
Laba Bersih	17.139	29.513	40.233	50.133	58.378	61.297
(Kenaikan) Penurunan Aset	(327.380)	(284.716)	(249.900)	(268.865)	(181.250)	
Kenaikan (Penurunan) Liabilitas	322.238	275.862	237.830	253.825	163.736	
Arus Kas Bersih Ekuitas	11.997	20.659	28.163	35.093	40.865	40.865
Periode Diskonto	1	2	3	4	5	
Tingkat Diskonto	11,19%	11,19%	11,19%	11,19%	11,19%	
Faktor Diskonto	0,90	0,81	0,73	0,65	0,59	
Nilai Kini Arus Kas Bersih Ekuitas	10.790	16.709	20.485	22.957	24.041	

Indikasi Nilai Pasar Wajar	
Kumulatif Nilai Kini Arus Kas Bersih	94.982
Terminal Value	
Arus Kas Perpetuity	40.865
Perpetuitas	5,00%
Terminal Value	659.831
Faktor Diskonto	0,59
Nilai Kini Terminal Value	388.187
Indikasi Nilai Pasar Wajar	483.169

4.1.2. Pendekatan Pasar

4.1.2.1. Metode Guideline Company Method

Dalam pendekatan pasar, langkah pertama yang harus di lakukan adalah mencari data pembandingan, data pembandingan di peroleh dari Bloomberg dengan kriteria Jenis Usaha yang sama yaitu perbankan, Size perusahaan sama yaitu BUKU I, posisi indutri yaitu keuangan, serta multiple yang positif. Multiple yang positif kita dapat lihat pada hasil multiple P/E dan P/BV masing-masing perusahaan pembandingan. Kemudian mencari *cost of standar deviasi* dengan cara membagi Standar Deviasi dengan rata-rata multiple P/E dan P/BV dari data pembandingan, jika hasilnya mendekati 0 (nol) maka semakin baik, menandakan data pembandingan semakin mirip dengan perusahaan yang kita nilai.

Dalam hal ini, peneliti menggunakan multiple P/E karena merupakan ukuran nilai relative yang paling sering digunakan, paling banyak dikenal, aplikasinya yang sederhana menjadikan pilihan yang menarik bagi investor. Rasio ini penting karena peneliti terdahulu telah lama menyadari bahwa P/E menggambarkan tingkat dan kualitas pertumbuhan dan risiko. Beaver dan Morse (1978) mengaitkan rasio P/E dengan valuasi fundamental, seperti yang dilakukan sebelumnya oleh Edwards and Bell (1961). Peasnell (1982) melakukan upaya yang lebih eksplisit untuk menghubungkan nilai pasar dengan nomor akuntansi. Zarowin (1990) melihat hubungan antara rasio P/E dan perkiraan pertumbuhan analisis menyimpulkan bahwa rasio P/E memang secara positif terkait dengan pertumbuhan jangka panjang yang diharapkan. Sedangkan Multiple P/BV di perusahaan mencerminkan ekspektasi pasar terhadap kekuatan dan arus kas perusahaan. Ada beberapa alasan mengapa investor menggunakan rasio P/BV yang berguna dalam analisis investasi. Pertama adalah nilai buku memberikan ukuran nilai intuitif yang relative stabil yang dapat dibandingkan dengan harga pasar. Yang kedua adalah dengan standar akuntansi yang cukup konsisten di seluruh perusahaan, rasio P/BV dapat dibandingkan di perusahaan sejenis untuk mendapatkan tanda-tanda valuasi di *under* atau *overvalued*.

Ada sedikit penelitian yang mendokumentasikan statistik penggunaan pada multiple ini dan membandingkannya. Damodaran (2002) mencatat bahwa penggunaan multiple sangat bervariasi antar sektor, dengan kelipatan P/E mendominasi valuasi bisnis dan rasio harga terhadap rasio umum dalam penilaian perusahaan jasa keuangan. Fernandez (2001) menyajikan bukti tentang popularitas relatif dari multiple yang berbeda di riset suatu bank investasi - Morgan Stanley Europe mencatat bahwa rasio P/E adalah yang paling sering digunakan. Liu dkk. (2002) membandingkan seberapa baik multiple yang

berbeda dalam penetapan harga tahun 1987 pengamatan tahun perusahaan antara tahun 1982 dan 1999 dan menunjukkan bahwa kelipatan laba per saham terproyeksi paling baik dalam menjelaskan perbedaan harga, dan kelipatan dari Nilai buku jatuh di tengah. Lie and Lie (2002) meneliti 10 kelipatan berbeda di 8621 perusahaan antara tahun 1998 dan 1999 dan sampai pada kesimpulan serupa.

Dari sejumlah perusahaan di industri perbankan yang merupakan perusahaan publik di Indonesia, terdapat 8 (delapan) perusahaan perbankan yang memiliki karakteristik risiko usaha yang menyerupai Bank Anda dan memiliki pergerakan saham yang aktif, yaitu:

1. PT Bank Capital Indonesia, Tbk
2. PT Bank Mestika Dharma, Tbk
3. PT Bank Woori Saudara Indonesia 1906, Tbk
4. PT Bank QNB Indonesia, Tbk
5. PT Bank Mitraniaga, Tbk
6. PT Bank Rakyat Indonesia Agroniaga, Tbk
7. PT Bank Dinar, Tbk
8. PT Bank Windu Kentjana International, Tbk

Setelah dilakukan pemilihan perusahaan pembanding, kemudian dihitung P/E dan P/BV dari 8 (delapan) perusahaan pembanding tersebut, yang kemudian akan menjadi dasar untuk mengestimasi nilai saham Bank Anda.

Tabel 4.12

Perusahaan Pembanding

Perusahaan Pembanding	Negara Pembanding	Kode Saham	Mata Uang	Last FS	P/E	P/BV
PT Bank Capital Indonesia Tbk	Indonesia	BACA IJ Equity	IDR	31/12/15	14,46	1,25
PT Bank Mestika Dharma Tbk	Indonesia	BBMD IJ Equity	IDR	31/12/15	26,50	2,82
PT Bank Woori Saudara Indonesia 1906 Tbk	Indonesia	SDRA IJ Equity	IDR	31/12/15	21,04	1,35
PT Bank QNB Indonesia Tbk	Indonesia	BKSW IJ Equity	IDR	31/12/15	16,27	1,05
PT Bank Mitraniaga Tbk	Indonesia	NAGA IJ Equity	IDR	31/12/15	31,11	1,61
PT Bank Rakyat Indonesia Agroniaga Tbk	Indonesia	AGRO IJ Equity	IDR	31/12/15	13,83	0,82
PT Bank Dinar Indonesia Tbk	Indonesia	DNAR IJ Equity	IDR	31/12/15	18,14	0,59
PT Bank Windu Kentjana International Tbk	Indonesia	MCOR IJ Equity	IDR	31/12/15	29,10	1,39
Rata-rata					21,31	1,36
Median					19,59	1,30
Standar Deviasi					6,78	0,67
Coef of Standev					0,32	0,50

Untuk mendapatkan Indikasi Nilai Saham Bank Anda, digunakan nilai rata-rata dari P/E multiple dan P/BV multiple masing-masing dikalikan dengan Laba bersih periode berjalan dan nilai buku Anda per 31 Desember 2015.

Tabel 4.13

Indikasi Nilai Saham P/E Multiple Bank Anda – GCM

P/E Multiple	
Laba Bersih	7.633
P/E Multiple	21,31
Indikasi Nilai Pasar	162.631

Tabel 4.14

Indikasi Nilai Saham P/BV Multiple Bank Anda – GCM

P/BV Multiple	
Nilai Buku Ekuitas	222.681
P/B Multiple	1,36
Indikasi Nilai Pasar	302.635

Indikasi nilai saham P/E multiple bank Anda diperoleh dari mengalikan Laba bersih tahun 2015 dengan rata-rata multiple P/E. Sedangkan Indikasi saham P/BV multiple Bank Anda diperoleh dari mengalikan Nilai Buku Ekuitas 2015 dengan rata-rata multiple P/BV.

Tabel 4.15

Indikasi Nilai Saham – GCM

Metode	Indikasi Nilai	Bobot	Nilai Tertimbang
P/E Multiple	162.631	20%	32.526
P/BV Multiple	302.635	80%	242.108
Indikasi Nilai Pasar Wajar			274.635

Indikasi Nilai Pasar Wajar dengan menggunakan pendekatan pasar merupakan penjumlahan dari Indikasi Nilai Saham P/E multiple dikali dengan bobot 20% dan Indikasi Nilai Saham P/BV dikali dengan bobot 80%. Bobot untuk multiple P/E lebih kecil sebesar 20% dibandingkan dengan bobot pada multiple P/BV karena *Book Value* merupakan *Value Driver* dari Industri perbankan, dimana ketika akan tumbuh, perbankan akan tetap menjaga rasio kecukupan modalnya (CAR), dan komponen utama CAR adalah ekuitas. Dengan menggunakan GCM, Indikasi Nilai 100% Saham Bank Anda per 31 Desember 2015 adalah sebesar Rp 274.635,00 Juta.

4.2. Rekonsiliasi Nilai Pasar Wajar 100% Saham Bank Anda

Pada pendekatan pendapatan dan pendekatan pasar, umumnya akan menghasilkan perkiraan nilai yang berbeda untuk perusahaan yang sama pada waktu yang sama. Bahkan mungkin ada satu pendekatan untuk menghasilkan hasil bahwa saham tersebut undervalued sementara yang lain menyimpulkan bahwa nilainya dinilai terlalu tinggi. Hal ini terjadi karena pada pendekatan pasar nilai yang dikeluarkan adalah nilai per *cut off*, tanpa mempertimbangkan prospek kedepan, sedangkan pada pendekatan pendapatan mempertimbangkan prospek kedepan dengan disesuaikan sesuai keadaan perusahaan yang dinilai.

Ada sedikit penelitian yang mendokumentasikan statistik penggunaan pada pendekatan pendapatan dan pendekatan pasar, yaitu Kaplan dan Ruback (1995) memeriksa harga transaksi yang dibayarkan untuk 51 perusahaan dalam transaksi pembelian *leverage* dan menyimpulkan bahwa valuasi arus kas diskonto menghasilkan nilai yang sangat mirip dengan GCM, setidaknya untuk perusahaan dalam sampel mereka. Mereka menggunakan pendekatan APV

terkompresi, yang dijelaskan di bagian sebelumnya, untuk memperkirakan nilai arus kas diskonto dan kelipatan EBIT dan EBITDA untuk memperkirakan nilai relatif. Berkman dkk. (2000) menggunakan rasio P/E dan model penilaian arus kas diskon untuk menilai 45 perusahaan yang baru terdaftar di Bursa Efek Selandia Baru dan menyimpulkan bahwa kedua pendekatan tersebut menjelaskan sekitar 70% dari variasi harga dan memiliki akurasi yang sama. Berbeda dengan temuan ini, Kim dan Ritter (1999) menilai sekelompok IPO menggunakan P/E dan rasio harga terhadap buku dan menyimpulkan bahwa multiple hanya memiliki kemampuan prediksi yang sederhana. Sementara bukti tampak kontradiktif, dapat dijelaskan oleh fakta bahwa studi dengan pendekatan pasar berjalan dengan baik sesuai dengan kesamaan antara saham pembanding, sedangkan studi yang melihat dari sudut pandang pendekatan pendapatan menyimpulkan bahwa valuasi intrinsik lebih bermanfaat.

Oleh karena itu, setelah diperoleh Nilai Pasar Wajar Saham Bank Anda untuk setiap metode yang digunakan, kemudian dilakukan rekonsiliasi nilai untuk mendapatkan nilai pasar saham Bank Anda. Rekonsiliasi nilai pasar wajar (minoritas) diperoleh dari penjumlahan metode DCF dikalikan bobot sebesar 80% dan metode GCM dengan bobot 20%. Pemberian bobot di dasarkan dari pertimbangan bahwa nilai yang dihasilkan dari metode GCM adalah nilai per *cut off*, tanpa memperhitungkan prospek kedepan, sedangkan nilai yang dihasilkan dari metode DCF adalah nilai yang sudah mempertimbangkan prospek kedepan dengan menyesuaikan sesuai dengan keadaan perusahaan yang dinilai.

Indikasi nilai pasar wajar 100% saham bank anda (mayoritas) diperoleh dengan penjumlahan rekonsiliasi Nilai pasar wajar (minoritas) dengan *Control Premium* sebesar 40% dari rekonsiliasi nilai pasar Wajar (minoritas). Untuk Nilai Pasar Wajar 100% Saham Bank Anda diperoleh dari penjumlahan Indikasi Nilai

pasar wajar 100% saham bank anda (mayoritas) dikurangi dengan DLOM (*Discount for Lack of Marketability*) sebesar 20% dikalikan dengan Indikasi nilai pasar wajar 100% saham bank anda (mayoritas). Contro premium sebesar 40% dan DLOM sebesar 20% di dasarkan dari peraturan BAPPEPAM VIII C 3 tentang pedoman penilaian dan penyajian laporan penilaian usaha di pasar modal. Nilai Pasar Wajar 100% Saham Bank Anda per 31 Desember 2015 adalah sebesar Rp. 494.437.000.000,00,-.

Dalam penelitian ini, alasan peneliti mengurangi dengan DLOM karena dalam pembentukan harga saham *business interest* (penyertaan dalam perusahaan) pada pasar *for corporate control*, pada umumnya menunjukan bahwa saham Perusahaan Terbuka (Tbk) harga sahamnya lebih tinggi dari Perusahaan Tertutup (Ttp), hal ini dikarenakan saham perusahaan Tbk dianggap memiliki daya jual lebih tinggi dan dapat dikonversi menjadi tunai dengan cepat, oleh karena itu dalam proses penilaian terhadap penyertaan saham perusahaan Ttp dalam konteks nilai pasar yang mengeksplorasi data dari pasar, terhadap indikasi nilai yang dihasilkan, harus dikurangi dengan potongan karena ketidakmampuan untuk dipasarkan dengan cepat (*Discount for Lack of Marketability*, DLOM). Potongan ini adalah kompensasi yang harus diterima oleh investor atas unlikuiditas (ketidakmampuan saham untuk dikonversi dengan cepat menjadi uang) dari perusahaan Ttp tersebut. Berdasarkan Salinan Keputusan Ketua Bappepam dan LK No. KEP-196/BL/2012, Peraturan Nomor VIII C3 tentang Pedoman Penilaian dan Penyajian Laporan Penilaian Usaha Di Pasar Modal, Diskon Likuiditas Pasar (*Discount for Lact of Marketability*) untuk Perusahaan bukan terbuka bagi pemegang saham mayoritas adalah antara 20% sampai dengan 40% dari Indikasai Nilai.

Untuk menetapkan perkiraan besarnya DLOM diharuskan mempertimbangkan beberapa faktor yang mempengaruhinya antara lain:

- *Size of distribution during holding period*, adalah berapa seringnya, besar dan pasti penerimaan deviden yang diterima oleh pemilik saham. Semakin pasti, sering dan besar penerimaannya, makin kecil potongan yang diaplikasikan. Dalam hal ini, Bank Anda berdasarkan laporan audit, Bank Anda rutin melakukan pembagian deviden kepada pemegang saham.
- *Prospect for liquidity*, Saham yang memiliki prospek untuk dicairkan dalam suatu kerangka waktu tertentu yang dapat diprediksikan akan mempengaruhi besaran DLOM. Dalam hal ini, Bank Anda sebagai perusahaan tertutup, maka saham Bank Anda kurang memiliki prospek untuk dicairkan dalam suatu kerangka waktu tertentu.
- *Pool of Potential Buyers*, semakin besar jumlah pembeli potensial, semakin rendah DLOM. Dalam hal ini, Bank Windu berencana untuk melakukan investasi pada perusahaan yang bergerak dalam bidang yang sama yaitu perbankan dengan melakukan akuisisi 100% saham Bank Anda.
- *Risk factor*, tingkat risiko usaha semakin tinggi akan mempengaruhi DLOM.

Maka dengan mempertimbangkan kondisi di atas, DLOM yang digunakan adalah sebesar 20%.

Dalam penelitian ini, peneliti memilih untuk menambahkan *control premium* karena hasil rekonsiliasi nilai pasar wajar adalah saham minoritas sedangkan obyek penilaian yang diteliti merupakan saham mayoritas, jadi penambahan

control premium atau premi pengendalian adalah suatu jumlah atau presentase tertentu yang merupakan penambahan dari nilai suatu ekuitas yang menghasilkan saham minoritas, bila obyek yang dinilai bersifat mayoritas. Berdasarkan Salinan Keputusan Ketua Bappepam dan LK No. KEP-196/BL/2012, Peraturan Nomor VIII C3 tentang Pedoman Penilaian dan Penyajian Laporan Penilaian Usaha Di Pasar Modal, Premi pengendali (Premium for Control) untuk Perusahaan tertutup, yang dapat digunakan dalam penilaian adalah antara 30% sampai dengan 70% dari Indikasi Nilai.

Untuk menetapkan perkiraan besarnya *Control Premium* yang perlu mempertimbangkan adalah semakin tinggi tingkat kemampuan untuk mengendalikan dan mengatur manajemen perusahaan atau kebijakan usaha, maka semakin tinggi *control premium* yang diberikan. Maka dengan mempertimbangkan kondisi di atas, *Control Premium* yang digunakan adalah sebesar 40%.

Dalam penelitian ini, peneliti tidak menggunakan DLOC karena DLOC merupakan diskon yang diaplikasikan kepada suatu indikasi nilai ekuitas yang diperoleh dari aplikasi metode penilaian usaha yang menghasilkan nilai saham mayoritas, bila obyek ekuitas yang dinilai bersifat minoritas, sedangkan obyek ekuitas yang peneliti nilai bersifat mayoritas dan indikasi ekuitas yang diperoleh dari aplikasi penilai usaha yang peneliti hasilkan adalah nilai saham minoritas.

Tabel 4.16

Rekonsiliasi Nilai 100% Saham Bank Anda

	Indikasi Nilai	Bobot	Nilai Tertimbang
DCF	483.169	80%	386.535
GCM	274.635	20%	54.927
Rekonsiliasi Nilai Pasar Wajar (Minoritas)			441.462
<i>Control premium</i>		40%	176.585
Indikasi Nilai Pasar Wajar 100% Saham Bank Anda (Mayoritas)			618.047
DLOM		20%	(123.609)
Nilai Pasar Wajar 100% Saham Bank Anda			494.437

4.3. Analisis Kewajaran Transaksi

Analisis kewajaran terhadap harga transaksi dilakukan dengan membandingkan harga transaksi dengan Nilai Pasar Wajar Saham Bank Anda berdasarkan analisis yang telah dilakukan pada bagian sebelumnya. Berdasarkan analisis yang telah dilakukan atas Nilai Pasar Saham Bank Anda, Nilai Pasar Wajar Bank Anda per 31 Desember 2015 adalah sebesar **Rp494.437.000.000** sedangkan transaksi akuisisi Bank Anda oleh Perseroan adalah sebesar **Rp517.913.000.000**.

Tabel 4.17

Analisis Kewajaran Transaksi

Objek Transaksi	Nilai Pasar Wajar Saham Bank Anda	Nilai Transaksi	% Nilai Transaksi terhadap Nilai Pasar Wajar Saham Bank Anda	Kewajaran Harga Transaksi
1.603.308 saham Bank Anda	494.437.000.000	517.913.000.000	4,75%	Wajar

Dengan membandingkan nilai transaksi dengan Nilai Pasar Wajar 100% saham Bank Anda, maka transaksi akuisisi adalah wajar bagi para pemegang saham Perseroan Karena nilai transaksi didalam kisaran +/- 7,5% dibandingkan dengan nilai pasar wajar saham Bank Anda. Ketentuan tidak lebih dan tidak kurang dari 7,5% di dasarkan pada Salinan Keputusan Ketua Bappepam dan LK No. KEP-196/BL/2012, Peraturan Nomor VIII C3 tentang Pedoman Penilaian dan Penyajian Laporan Penilaian Usaha Di Pasar Modal. Kisaran +/- 7,5% ditetapkan

agar nilai transaksi yang disepakati tidak *undervalued* atau *overvalued*, dan tidak ada pihak yang dirugikan.

Adapun penelitian terdahulu sehubungan dengan penilaian saham suatu perusahaan adalah sebagai berikut, Simorangkir dan Simorangkir (2010) melakukan valuasi untuk menentukan nilai intrinsik saham PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk dengan *Discounted Earnings Approach Method* dan *Price to Book Value Ratio*. Penelitian tersebut menggunakan pendekatan *Top Down Analysis* yaitu analisis makro ekonomi, analisis industri, analisis perusahaan dan analisis proyeksi untuk beberapa tahun ke depan untuk menentukan nilai intristik perusahaan. Hasil dari valuasi tersebut bersifat *undervalued*.

Atmaji (2011) meneliti saham PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk pada saat melakukan penawaran saham perdana kepada publik dengan harga Rp430 per lembar saham. Peneliti mengestimasi nilai intristik dengan metode *discounted cash flow* dan *relative valuation*. Hasil dari valuasi tersebut nilai intristik saham PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Timur Tbk berada dikisaran Rp525,00 – Rp824,60 per lembar saham sehingga bersifat *underpricing*.

Mardiana (2007) melakukan penilaian terhadap harga PT Bank DKI. Peneliti menggunakan metode *Two Stage Free Cash Flow to Equity* dan metode *Relative Valuation*. Proyeksi keuangan yang digunakan selama 5 tahun yaitu untuk periode 2007 – 2011. Hasil penilaian tersebut harga saham PT Bank DKI sebesar Rp912,00 per lembar saham

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini melakukan analisis penilaian kewajaran atas transaksi akuisisi. Tahap awal yang dilakukan peneliti adalah menentukan pendekatan yang cocok digunakan dalam penilaian yang dilakukan oleh peneliti, dengan mempertimbangkan karakteristik obyek yang akan dinilai dan ketersediaan data yang relevan dengan metode penilaian yang akan digunakan. Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan dua pendekatan yaitu pendekatan pendapatan (*Discounted Cash Flow – DCF*), karena karakteristik perusahaan yang dinilai merupakan perusahaan yang menghasilkan pendapatan, dan pendapatan merupakan *value driver* sebagai pemenuhan syarat dalam pendekatan pendapatan, dan adanya ketersediaan data eksternal dan internal yang dapat peneliti gunakan untuk menentukan asumsi proyeksi, pendekatan kedua yang digunakan adalah pendekatan pasar (*Guideline Company Method – GCM*), karena terdapat perusahaan yang sepadan dan sebanding di bursa efek dengan perusahaan yang dinilai (industri yaitu perbankan, ukuran perusahaan yaitu BUKU 1, posisi industri yaitu keuangan), serta earning dan Ekuitasnya positif sebagai pemenuhan syarat dalam metode pendekatan pasar.

Pendekatan Pendapatan adalah pendekatan penilaian dengan cara mengkonversi manfaat ekonomis atau pendapatan yang diperkirakan akan dihasilkan oleh obyek penilaian dengan tingkat diskonto tertentu. Perkiraan pendapatan dihasilkan dari asumsi proyeksi keuangan yang didasarkan pada analisis internal

dan analisis eksternal. Sedangkan Tingkat Diskonto dalam penelitian ini adalah *Cost of Equity*. *Cost of Equity* diperoleh dari *Risk Free* ditambah Beta kali *Risk Premium*, dimana *Risk Free* diperoleh dari SUN obligasi pemerintah karena merupakan satu-satunya sekuritas yang memiliki kesempatan untuk bebas resiko, karena pemerintah yang mengendalikan pencetakan mata uang, tetapi perlu dikurangi oleh default karena setiap negara memiliki kemungkinan terjadi default. Beta diperoleh dari rata-rata *beta leverage* data pembanding, karena tidak dapat dipisahkan antara *debt* dan *equity*. Sedangkan *Risk Premium* diperoleh dari pengembalian historis atas ekuitas dan obligasi pemerintah, dan mengevaluasi kelemahannya.

Pendekatan Pasar adalah Pendekatan Penilaian dengan cara membandingkan obyek penilaian dengan obyek lain yang sebanding dan sejenis serta memiliki harga jual. Obyek Penilaian yang diperoleh adalah yang listing di Bursa Efek, yang sejenis dalam Jenis Usahanya, Size Perusahaannya, Posisi Industrinya, serta memiliki multiple yang positif.

Hasil penilaian dengan menggunakan pendekatan pendapatan dan pendekatan pasar, umumnya akan menghasilkan perkiraan nilai yang berbeda untuk perusahaan yang sama pada waktu yang sama. Bahkan mungkin ada satu pendekatan untuk menghasilkan hasil bahwa saham tersebut *undervalued* sementara yang lain menyimpulkan bahwa nilainya dinilai terlalu tinggi. Hal ini terjadi karena pada pendekatan pasar nilai yang dikeluarkan adalah nilai per *cut off*, tanpa mempertimbangkan prospek kedepan, sedangkan pada pendekatan pendapatan mempertimbangkan prospek kedepan dengan disesuaikan sesuai keadaan perusahaan yang dinilai. Oleh karena itu, perlu dilakukan rekonsiliasi nilai untuk mendapatkan nilai pasar wajar saham. Uji Kewajaran harga transaksi akuisisi dilakukan dengan membandingkan harga transaksi dengan Nilai Pasar Wajar 100%

saham obyek yang dinilai dengan ketentuan tidak lebih dan tidak kurang dari 7,5% dari Nilai Pasar Wajar 100% saham Obyek yang dinilai maka data tersebut dikatakan wajar.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan

1. Data yang disajikan oleh BAPPEPAM VIII.C.3 tentang DLOM, *Control Premium*, dan DLOC tidak memiliki ketentuan pasti berapa yang seharusnya atau sebaiknya digunakan dalam penilaian ini.
2. Data yang disajikan oleh Aswath Damodaran tentang *Beta Leverage*, *Control Premium*, dan *Default*, tidak diketahui perhitungan asal usulnya diperoleh dari mana.
3. Data Proyeksi Keuangan yang digunakan sebagai dasar penilaian dengan pendekatan pendapatan didasarkan pada asumsi sendiri tanpa melalui verifikasi dengan manajemen Bank Anda. Namun, telah dilakukan perbandingan atas asumsi yang digunakan berdasarkan kondisi historis, makro ekonomi dan industri perbankan.

5.3. Saran

Beberapa saran yang dapat diberikan adalah:

1. Untuk penelitian selanjutnya, peneliti menyarankan perlu adanya pengujian kembali terkait data-data yang belum diketahui perhitungan asal usulnya dan ketentuannya berapa yang seharusnya atau sebaiknya digunakan.
2. Disarankan juga dalam melakukan investasi, khususnya akuisisi sebaiknya investor tetap mempertimbangkan nilai pasar saham perusahaan yang diakuisisi dengan melakukan penilaian terhadap perusahaan yang diakuisisi melalui penilai independen sebelum melakukan transaksi akuisisi, sesuai Keputusan

Ketua Bappepam dan LK No. KEP-196/BL/2012, Peraturan Nomor IX E 2 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha Utama, yang memberikan syarat dalam menyediakan data tentang Transaksi Material bagi Pemegang Saham, paling sedikit meliputi, informasi uraian mengenai transaksi material yang dilakukan (obyek transaksi, nilai transaksi, dan pihak-pihak yang melakukan transaksi baik nama, alamat, telepon, faksimili, pengurusan, dan pengawasan); dan penjelasan, pertimbangan, dan alasan dilakukan transaksi material serta pengaruh transaksi tersebut pada kondisi keuangan perusahaan; laporan penilaian oleh penilai; dan tanggal, waktu, tempat diselenggarakannya RUPS. Penilai Independen dalam penelitian ini adalah Penilai Usaha. Penilai Usaha adalah Penilai yang melakukan kegiatan penilaian usaha sebagaimana dimaksud dalam Peraturan BAPPEPAM VIII C 1 tentang Pendaftaran Penilai Yang Melakukan Kegiatan Di Pasar Modal. Alasan menggunakan penilai independen karena dalam penilaian di pasar modal harus dilakukan oleh penilai yang terdaftar di Bappepam, memiliki keahlian dalam menjalankan penilaian, hal ini tercermin dari salah satu syarat penilai di pasar modal adalah lulus standar profesi di bidang penilaian yang diselenggarakan oleh MAPPI.

3. Disarankan dalam melakukan investasi, khususnya akuisisi sebaiknya investor melakukan uji kewajaran dari dilakukannya transaksi akuisisi tersebut, karena tidak semua transaksi akuisisi dapat menguntungkan investor.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul, Halim. 2005. *Analisis Investasi*. Edisi Kedua. Jakarta : Salemba Empat.
- Atmaji. 2011. *Analisis Pengaruh Faktor Fundamental (Rasio Camel) Perusahaan dan Ekonomi Makro Terhadap Harga Saham (Studi Pada Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Indonesia, 2004 – 2009)*. Yogyakarta: Universitas Gajah Mada.
- Bank Indonesia. 2016. *Kajian Stabilitas Keuangan*. Maret.
- Beaver, W. And D. Morse (1978). *What do P/E ration mean?*. Journal of Financial Analysts, Vol.34, hlm.65-76.
- Berkman, H., M. E. Bradbury, And J. Ferguson (2000). *IPO pricing: growth rates implied in offer prices*. Journal of International Financial Management and Accounting, Vol.7, hlm.53-82.
- Brealey, Richard A, and Stewart C Myers. 1996. *Principles of Corporate Finance*. 5th edition. London: McGraw Hill.
- Brigham, Houston. 2013. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Terjemahan*, Edisi 11 Buku 1. Jakarta: Salemba Empat.
- Clements, P.J., and Philip, W. 2005. *The Standar and Poor;s Guide to Fairness Opinions*. New York: The Macc Graw Hill Copanies, Inc.
- Cooke, Jay. (1996). *Fairness Opinion And The Board*. The Journal of Corporate Governace.
- Copeland, Tom, et al. 1990. *Valuation, Measuring and managing Value of Companies*. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. 1994. *Damodaran on Valuation*. 1st edition. New York: John Wiley and Sons.
- Damodaran, A. 1996. *Investment Valuation*. 1st edition. New York: John Wiley and Sons.
- Damodaran, A. 2002. *Investment Valuation*. 2nd edition. New York: John Wiley and Sons.
- Damodaran, A. 2006. *Damodaran on Valuation*. 2nd edition. New York: John Wiley and Sons.
- Mardiana, Diana. 2007. *Analisis Nilai Harga Saham Perdana PT. Bank DKI*. Jakarta: Universitas Guna Darma.

- Edwards, E. and P. Bell. 1961. *The Theory and Measurement of Business Income*. Berkeley: University of California Press.
- Fabozzi, Farnk. J. 1999. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi, Manajemen Investasi*. Edisi Indonesia. Jakarta: Salemba Empat.
- Fernandez, P. 2001. *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?*. Working Paper. IESE Business School.
- Gitman, Lawrence J. 2003. *Principles of Managerial Finance*, International Edition. 10th edition. Boston: Pearson Education.
- Kaplan, S. N. and R. S. Ruback (1995). *The valuation of cash flow forecasts*. Journal of Finance. hlm.1059-1093.
- Kim, M. and J. R. Ritter (1999). *Valuing IPOs*. Journal of Financial Economics.hlm.409-437.
- Lie, E. and H. J. Lie (2002). *Multiples used to estimate corporate value*. Financial Analysts Journal. hlm.44-54.
- Liu, J., D. Nissim, and J. Thomas (2002). *Equity valuation using multiples*. Journal of Accounting Research. Hlm.135-172.
- Ong, Edianto. 2008. *Technical Analysis for Mega Profit*. Jakarta: Mega Offset.
- Peasnell, K (1982). *Some financial connections between economic values and accounting numbers*. Journal of Business Finance and Accounting. hlm.361-381.
- Pratt, Shanon P.Ph.D, FASA, FIBA, FIBA, et al. 1996. *The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. Third Edition. Chicago: Richard D. Irwin Inc.
- Pasaribu, Rowland Bismark Fernando (2008). *Pengaruh Variabel Fundamental Terhadap Harga Saham Perusahaan Go Public di BEI 2003-2006*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Vol.2, No.2, pp.101-113.
- Pasaribu, Rowland Bismark Fernando (2009). *Koreksi Bias Koefisien Beta di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Vol.3, No.2, pp.81-89.
- Ruggeri, Christ. 2008. *The Skinny of Fairness Opinions, The when, how and why of fairness opinion, dalam Directorship.com*.
- Ruky, Saiful M. 1999. *Menilai Penyertaan dalam Perusahaan, Business Valuation; Valuation of Closely Held Business Business Ownership Interest*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.

- Ruky, Saiful M. 2010. *Pendapat Kewajaran Transaksi Korporasi; Fairness Opinion*. Jakarta: PT Gelora Aksara Pratama.
- Tambunan, Andy Porman. 2008. *Menilai Harga Wajar Saham*. Jakarta: Gramedia.
- Zarowin, P. (1990). *What determines earnings-price ratios: Revisited*. Journal of Accounting, Auditing, and Finance. Hlm.439-457.

